Smith, Adam. (1950 [1776]) *The Wealth of Nations*, 6. baskı. Londra: Methuen [*Ulusların Zenginliği I*, çev. Ayşe Yunus ve Mehmet Bakırcı, Alan Yayıncılık, 2004; *Ulusların Zenginliği II*, çev. Mehmet Tanju Akad, Alan Yayıncılık, 2003].

Steuart, James. (1995 [1767]) *Principles of Political Economy in Collected Works of James Steuart*. Londra: Routledge/Thoemmes.

Stockhammer, Engelbert. (2004) "Financialisation and the slowdown of accumulation", *Cambridge Journal of Economics* 28, s. 719-741.

Toporowski, Jan. (2000) *The End of Finance: Capital Market Inflation, Financial Derivatives and Pension Fund Capitalism*. Londra: Routledge.

Triplett, Jack ve Barry Bosworth. (2001) "What's New about the New Economy? IT, Economic Growth and Productivity", *International Productivity Monitor* 2, s. 19-30.

Triplett, Jack ve Barry Bosworth. (2003) "'Baumol's Disease' Has Been Cured: IT and Multifactor Productivity in the US Services Industries", *Brookings Economics Papers* (Eylül).

UNCTAD. (2006) *World Investment Report*. United Nations, New York ve Geneva.

World Bank. (2006) *Global Development Finance*. Washington, DC.

IRKA DAYALI DIŞLAMA VE İKİNCİ KALİTE İPOTEK KREDİLERİ KRİZİNİN EKONOMİ POLİTİĞİ[1]

Gary A. Dymski

I. GİRİŞ

İktisatçıların çoğu, 2007-09 küresel finans krizinin kökenlerine dair yaptıkları açıklamalarda açgözlülüğe, miyopluğa, finans firmaları ile konut sahiplerinin aşırıya kaçmalarına ve kredi derecelendirme kuruluşlarının ahlaki çöküntü [*moral hazard*] davranışlarına odaklanıyorlar.[2] Bu teşhislere bakılırsa, bugün yaşadığımız krizin asıl nedenleri 1982 Latin Amerika, 1980'lerdeki tasarruf ve kredi ve 1997 Asya krizleriyle aynıdır: Düzenleme başarısızlığının etkisinin de görüldüğü, hatalı kurumsal tasarımdan

1 Mariko Adachi, Philip Arestis, Glen Atkinson, Dean Baker, David Barkin, Etelberto Cruz, Jim Crotty, Silvana De Paula, Shaun French, Masao Ishikura, Tetsuji Kawamura, Costas Lapavitsas, Noemi Levy, George Lipsitz, Andrew Leyshon, Tracy Mott, Jesus Munoz, Anastasia Nesvetailova, Ronen Palan, Yoshi Sato, Tokutaru Shibata, Jan Toporowski, Thomas Wainwright, Michelle White, Clyde Woods ve burada sunulan çalışmaya dair değerli yorumları nedeniyle derginin iki hakemine özellikle teşekkür etmek istiyorum. Ayrıca, Ocak 2008'de Evrimci İktisat Birliği konferansına, 2008'de Meksika Ulusal Özerk Üniversitesi'nde düzenlenen *Yapısal Değişim ve Kalkınma Politikaları* konferansına, Denver, Nottingham ve Tokyo üniversitelerinde düzenlenen seminerlere katılanlara yararlı geri bildirimlerinden ötürü minnettarım. Bu araştırmanın tamamlanması için verdiği desteklerden ötürü CEDEPLAR/ Federal Üniversite'den Minas Gerais'e çok teşekkür ederim.

2 Örneğin bkz. Krinsman (2008), Shiller (2008), Tully (2007).

kaynaklanan bir ahlaki çöküntü.[3] Buna göre patlak veren son kriz, hem özendirici unsurların hem de bilginin asimetrik [*bakışımsız*] bir şekilde dağıldığı ve finans piyasalarının yeterince denetlenmediği durumlarda, miyop, risk alan ya da ehil olmayan borç alanlarla verenlerin çok büyük iktisadi ve toplumsal kayıplara neden olabileceklerini gösteriyor.[4] Dolayısıyla, kredi kayıplarını telafi edeceği düşünülen politikaların ters tepeceği anlamına geliyor: Finans piyasalarına zarar riskinin bir kez daha öğretilmesi gerekiyor.[5]

Herkesin kabul edeceği üzere finansal krizler, kapitalist bahçedeki arsız ve uzun ömürlü bir bitkidir. Ancak, yaşadığımız krizin neden olduğu ve evrimini halen sürdüren iktisadi çöküşün derinliği, oturup bir hikâye yazar gibi sayfaları doldurmaktan sakınarak finansal krizin tarihini özenle sorgulamamız gerektiğini bize telkin ediyor.

Bu makalede, ABD ipotek kredisi piyasalarındaki ırka dayalı dışlamada yaşanan dönüşümün, 2007-09 ikinci kalite ipotek kredileri krizinde rol oynayan temel unsur olduğu savunuluyor. Bankaların kırmızı çizgi çekme ve ayrımcı uygulamaları nedeniyle ırksal azınlıkların ipotek finansmanından faydalanmaları 1990'ların başına gelinceye değin sistemli bir şekilde engellenmişti. Ancak, bu tarihten itibaren kredi piyasalarındaki ırka dayalı dışlamada bir dönüşüm gerçekleşti: Irksal azınlıklar artık bütünüyle ipotek kredilerinden mahrum edilmiyorlar; bunun yerine, azınlık mensubu olmayan borçlanıcılara teklif edilenlerden daha ağır koşullarda kredi alabiliyorlar.

Bu tür ikinci kalite kredilerin ortaya çıkması, bankaların1980'lerde, neoliberal dönemin başında karşılaştıkları zorluklara tepki olarak bankacılık faaliyetlerinde gerçekleştirdikleri stratejik dönüşümle bağlantılıdır. Geleneksel riski

3 Bu krizlerle ilgili tipik analizler için bkz. Eaton, Gersovitz ve Stiglitz (1986), Kane (1989), Kaufman (1990), Krugman (1998).

4 Reinhart ve Rogoff (2008).

5 Allen Meltzer (2007) şöyle yazıyor: "Başarısızlığın olmadığı bir kapitalizm, günahın olmadığı bir dine benzer. Aşırı risk alındığında 'bırakalım çuvallasınlar' denilmelidir. ... Kurtarma operasyonları aşırı risk almayı, başarısızlıklar ise daha ihtiyatlı bir şekilde risk almayı teşvik eder".

üstlenen taraf olma rollerinden sıyrılan bankalar, net gelir yaratacak yeni yollar arayıp duruyorlardı. Farklı müşteri kesimlerine farklı şekillerde hizmet sunmak üzere tasarlanmış finansal varlıklar yaratıp, bu yolla hizmet ücretine dayalı önemli miktarda gelir elde ettiler. Başarıyla gerçekleştirdikleri doğrudan ve dolaylı hamlelerle düşük gelirlilere ve azınlık mensuplarına yönelik piyasalar için yüksek riskli krediler sunmaları, yüksek riskli borçlar için yeni mahreçlerin ortaya çıkmasıyla birlikte düşünüldüğünde, ikinci kalite ipotek piyasalarının önünü açtı. ABD'deki bölgesel konut piyasalarının canlanması, ikinci kalite ipotek araçlarının, şehrin geri kalanından ayrılmış gözde mahallelerinin sınırları dışında kalan yeni konut sahiplerine ulaştırılması için fırsatlar yarattı. ABD'nin eşsiz küresel makroiktisadi konumuyla bağlantılı ve görünüşte sınırsız olan düşük maliyetli likidite arzı, ipoteğe dayalı yatırım araçlarının büyük çapta imal edilip dağıtılması için gereken kaynağı sağladı.

İkinci kalite krediler, kredilere dayanak oluşturan konut varlıklarıyla tam olarak teminat altına alındığı sürece bankalar riskte çok az bir artışı göze alarak kârlarını yükseltmek için bu kredileri kullanabiliyorlardı. Kapitalist birikim süreci açısından bakıldığında bu krediler, işçi sınıfının finansal sermaye tarafından finansal olarak müsadere edilmesini şiddetlendirdi. Kredi verenlerin, yeterli ölçüde teminata bağlanmış olma koşulu aramadan ikinci kalite krediler vermeye başlamaları krizin koşullarını hazırladı. Bu durum, ikinci kalite krediler, ortanca [*medyan*] kazanılmış gelir ile konut fiyatları arasındaki giderek büyüyen farkın kapatılması amacıyla kullanıldığında ortaya çıktı. Bu olduğunda da, konut kredileri para sızdırmanın ötesinde spekülatif bir nitelik göstermeye başladı. İpotek aracılarıyla ipotek karşılığı borç veren kurumlar bu yönelimin güçlenmesine neden oldular, çünkü bu sayede elde ettikleri hizmet ücretine dayalı geliri ençoklaştırmış oluyorlardı. Sonunda, kriz konut fiyatı/kredi piramidi, finansal açıdan kırılgan durumdaki konut sahiplerinin gelir akımlarıyla karşılayamayacağı kadar büyüdüğünde patlak verdi.

Bu makalede geliştirilen yaklaşımda, iktisadi krizlerin, küresel kapitalist süreçlerin özgün tarihsel ve kurumsal konjonktürlerinde ortaya çıkıp geliştiğini vurguluyoruz. Burada finansal süreçlerin, günümüz kapitalist krizlerinin ana kaynakları olduğu kabul ediliyor. Finansal dinamikler, gerek finansal süreçlerdeki temel belirsizlik, gerekse ekonomide spekülatif kredi akımlarının ortaya çıkması nedeniyle istikrarsızlığa ve birikim sorunlarına yol açabilir.[6] Bankalar ve finansal ilişkiler, işlevleri üretimdeki sömürüyü kolaylaştırmaktan ibaret olan, birikim süreçlerinin edilgen unsurları değiller; bunlar aynı zamanda krizlerin rotasını bağımsız bir şekilde etkileyen etkin unsurlar. Burada incelediğimiz durumda, kredi verenlerin yaptıkları ve kötü niyetli krediler aracılığıyla azınlık mensubu hanehalklarının ipotek finansmanından faydalanmasını sağlayan yenilikler, yaşadığımız krizin bağımsız bir kökenidir.[7]

2. ABD KREDİ PİYASALARINDA IRKA DAYALI DIŞLAMA

Savaş sonrası dönem, ABD[8] ve Avrupa[9] işçi sınıfları açısından genel bir refah artışının yaşandığı bir dönem olarak genellikle övgüyle anılır. Bahsettiğimiz bu Fordist dönemde, reel ücretin pek çok işçi kategorisi için yükselmesi, yaşam standartlarının önemli ölçüde yükselmesini sağlamıştı. Önceden üretimi sınırlı olan tüketici malları yaygınlaşmış, konutlar daha büyük ve konforlu hâle gelmişti. Konut tüketimindeki bu artış, (her ülkede olmasa da) ABD'de konut sahibi olanların nüfusa oranının yükselmesi

6 Dymski (2006).

7 Bu makalede kötü niyetli olarak gördüğümüz ikinci kalite kredilerin, finansal sömürü ve müsadereyle ilgili olduğunu savunuyoruz. Kullandığımız tüm bu ifadeler, bu krediler için ortalamadan daha yüksek faiz oranları ve hizmet ücretleri ödenmesi gerektiği gerçeğine göndermede bulunuyor. Kredi piyasasındaki sömürücü ilişkiler ile emeğin emek gücünün sömürülmesi birbirine karıştırılmamalıdır. Borç veren-alan ilişkileri ile Marksist sömürü teorisi arasında nasıl bir ilişki olduğu meselesi, Lapavitsas'ın (2009) bu kitapta yer alan makalesinde ele alınıyor. Irka dayalı dışlama ile sömürü teorisi arasındaki bağlantılarla ilgili olarak bkz. Dymski (1992, 1996a).

8 Bowles (1982), Bowles ve Gintis (1982).

9 Gyln ve diğerleri (1988).

sayesinde gerçekleşmişti.[10] O hâlde, konut sahipliği oranlarının 1950'lerden 1980'lerin ortasına kadar yükselmesinin, göreli hanehalkı refahının bir ölçüsü olduğu söylenebilir. Elbette, konut inşaatı ve konut sahipliğiyle bağlantılı olarak gerek konut gerekse ev aletleri tüketiminin de artması, piyasa rekabetinin yayılabileceği önemli yeni alanlar açtı. Konut inşaatı, dayanıklı ve dayanıksız yatırım harcamalardan daha fazla çevrimlerle aynı yönlü hâle geldi.[11] Dahası, konut sahibi olan işçiler, konut fiyatlarının yükselmesine yol açan düzenleyici ve iktisadi istikrarı sağlayıcı politikaların sürdürülmesiyle ilgilenmeye başladılar.

Ancak, bu genel refah artışına karşın, ırka dayalı eşitsizliğin önemini sürdürdüğünün altını çizmek gerekiyor.[12] Amerikan şehirlerinin çoğunda, 1970'li yıllara gelinceye değin ırksal azınlıkların şehrin hangi kesimlerinde yaşayabilecekleriyle ilgili *de facto*[13] (kimi zaman da *de jure*[14]) yasaklamalar bulunuyordu. Azınlıkların çoğu, I. ve II. Dünya Savaşları sırasında işgücü yetersizliğinin baş gösterdiği dönemlerde güneyin kırsal bölgelerinden ve tarlalardan şehirlere göç etmişlerdi. Evi satan kişiler ile potansiyel alıcılar arasında yapılan ve söz konusu konutların ne doğrudan ne de dolaylı olarak ırksal azınlıklara satılamayacağını hükme bağlayan sözleşmeye dayalı anlaşmalar olan ırksal akitler marifetiyle azınlıkların şehirlerin çoğu bölgelerinde konut sahibi olması yasaklanmıştı. Bu toplumsal düzenlemeler nedeniyle azınlıklar, şehrin sınırlanmış bölgelerinde yer alan (ekseriyetle kiralık) konutlarda toplanmak zorunda kaldılar. Emlak sahipleri bu sayede normalden daha yüksek kiralar isteyebiliyor, azınlık mensuplarının ücret ve maaşlarının daha büyük bir kısmına el koyabiliyorlardı.

Dolayısıyla, Altın Çağ ırksal ayrım çizgisini kesinlikle etkilemedi: Konut sahipliği oranlarının düşük olduğu, düşük gelirlilerin yaşadığı mahallelerde mekânsal olarak tecrit edilmiş bir

10 Dymski ve Isenberg (1998).

11 Dymski (2002).

12 Dymski (1996b).

13 (Latince) Fiili -*çev.*

14 (Latince) Yasal -*çev.*

hâlde yaşayan Afrikalı Amerikalılar ile diğer azınlıklar, esasen yedek emek stoku olma işlevini yerine getirdiler.[15] Ortaya çıkan mekânsal tecrit ve düşük konut sahipliği örüntülerinin sorumlusu kısmen federal konut politikasıydı. Federal Konut İdaresi'nin kurulduğu 1930'lardan bu yana izlediği temel ilkeler, azınlıkların yaşadıkları ya da karma bir nüfus yapısının olduğu mahallelerde konut finansmanına olanak vermiyordu. Bu durum, tecridi ve ırka dayalı refah farklarını pekiştiriyordu. Mevduat kuruluşlarının da suçu vardı: Azınlık mahallelerinde şube açmıyor, bu bölgelere kredi vermiyorlardı. Afrikalı Amerikalılar ve diğer azınlık grupları, buna tepki olarak pek çok şehirde azınlık mensuplarına ait bankalar kurdular.[16] Ancak, bu bölgelerdeki finansal hizmetlerle kredilerin çoğu yerel dükkânlar ya da (çek bozdurma büroları, finans şirketleri, rehinci dükkânları gibi) gayri resmî kişilerce karşılanıyordu. Bunların bazıları yetkili şubeler olarak faaliyet gösterirken, bazılarının sahipleri ise yerel halktan kişilerdi; neredeyse hepsi fahiş hizmet ücretleri talep ediyorlardı. Medeni Haklar Hareketi bu durumda bazı değişikliklerin olmasını sağladı. Çıkarılan 1968 tarihli Adil Yerleşim Yasası ve 1974 tarihli Eşit Kredi Fırsatları Yasası, medeni haklar alanında uygulanan ayrımcılık karşıtı ilkelerin konut ve kredi piyasalarını kapsayacak şekilde genişletilmesini sağladı.

Ardından yeni bir eğilim ortaya çıktı: 1960'lı ve 1970'li yıllarda şehirlerin bazı mahallerinden "beyazların kaçması" eğilimi. Bu, daha önce yaşayanların tamamının beyazlardan oluştuğu bölgelere azınlık mensubu hanehalklarının yerleşmeye başlaması yüzünden ırksal sınır çizgilerini istikrarsızlaştırdı. Bankalar ve tasarruf mevduatı kurumları bu gelişmeye, şehrin merkezinde yoksulların yaşadıkları bölgeler için verdikleri ipotek kredilerini azaltarak tepki gösterdiler. İşe bakın ki bu, kredi verenlerin "kırmızı çizgi çekme" uygulamasına karşı çıkan, çeşitli ırkları kapsayan ve topluluk temelli bir hareketin doğmasına yol açtı.[17] Bu hareket, siyasi baskı yaratarak 1975 tarihli Konut İpotek Kredisi Bilgilendirme Yasası (KİKBY) ile 1977 tarihli Topluluk Yeniden Yatırım Yasası'nın (TYYY) çıkarılmasını sağladı. Bu yasalardan ilki bankaların kredi verme işlemlerinin takip edilmesine, ikincisiyse kredi verenlerin, azınlık mensubu nüfusun yoğun olduğu mahallelere ipotek kredisi vermeyi zımnen ya da açıkça reddetmeleri anlamına gelen "kırmızı çizgi çekme" uygulamasının önüne geçilmesine olanak tanıyordu.

TYYY, bir yandan bankalara, hizmet sundukları bölgelerin tamamının kredi ihtiyaçlarını karşılama zorunluluğu getirirken, öte yandan da bankaların, azınlık mensubu ve düşük gelirli insanları dışlayan piyasa bölgelerine sahip çıkmalarını engelliyordu. KİKBY, tüm mevduat kuruluşlarının, dağıttıkları ipotek kredilerini nüfus sayımı bölgelerine göre yıllık olarak bildirmelerini zorunlu hâle getiriyordu. Akademisyenler ve topluluk eylemcileri, KİKBY verilerini kullanarak bankaların, şehirlerin azınlık mensubu ve düşük gelirli insanların yaşadığı bölgelerine çok daha sınırlı ölçüde konut kredisi verdiklerini kanıtladılar. Örneğin, Los Angeles'ta bankacılık, ırk ve gelir üzerine yapılmış 1991 tarihli bir çalışmada, gelir etkisinden arındırılmış nüfus verilerine göre bankaların, azınlık mensuplarının daha yoğun olduğu yerlerle karşılaştırıldığında daha az olduğu yerlere 5 kat daha fazla konut ipotek kredisi verdikleri tespit edilmişti.[18]

Toplum savunucuları, "yeniden yatırım" taleplerini dile getirmek için bu tür çalışmalardan yararlandılar. İpotek finansmanı, daha fazla sayıda azınlık mensubunun konut sahibi olarak servet birikimi yapmasına izin vereceği için bu taleplerde önemli bir yer tutuyordu. Mevduat kuruluşları kırmızı çizgi çekme gibi bir uygulamalarının olmadığını savundular: Onlara göre, zaten yüksek riskli olan bu bölgelerde konut sahibi olma talebi düşüktü. Mantıksal açıklamalarla desteklenen bu iddialara iktisatçılar da

15 Baron (1985).

16 Ammons (1996).

17 Squires (1993).

18 Dymski, Veitch ve White (1991). Başka çalışmalar için Squires'in (1993) kaynakçasına bakınız.

arka çıktılar[19]: İpotek piyasasında rekabet koşulları hüküm sürdükçe kredi verenler elbette paralarını "atıl" tutmayacaklardı. Her halükârda, KİKBY verileri bu sorunun çözülmesini sağlayabilecek kadar zengin değildi.

1980'lerde tasarruf ve kredi (tasarruf mevduatı) sektöründe yaşanan kriz, ipotek piyasasında faaliyet gösteren kredi kurumlarının, hangi ipoteğin hangi koşullar altında verilmesi gerektiğine karar verirken en uygun olacak şekilde davranmadıklarını açıkça gösterdi. Yerel tasarruf mevduatı sektörünün, esas olarak, kredi verirken yapılan kâr-zarar değerlendirmelerine ahlaki çöküntü davranışının hâkim olması nedeniyle başarısız olduğu düşünülüyordu. Ortaya çıkan karışıklığı temizlemek için sağlanan federal desteğin karşılığında ipotek piyasasının yeni kredi kurumlarına açılması sağlandı. İpotek piyasasının arz tarafına yeni kurumların katılmasını sağlamak için banka holding şirketlerinin, banka dışı kredi kurumlarını satın almalarını düzenleyen kurallar gevşetildi. TYYY taraftarlarının baskısı sayesinde, 1989 tarihli mali sıkıntı içindeki kurumların kurtarılmasıyla ilgili yasa tasarısıyla ipotek veren kurumların KİKBY uyarınca daha kapsamlı raporlar hazırlamaları şartı getirildi.

1990'dan itibaren kredi veren kurumlar, başvuru sahipleriyle ilgili ırk, cinsiyet, gelir düzeyi ve kredi büyüklüğü gibi bilgiler dahil olmak üzere ipotek kredisi başvurularını, reddedilen başvuruları ve açılan kredileri yıllık olarak resmi mercilere bildirmek zorunda kaldılar. Araştırmacılar, bu veriler sayesinde ipotek piyasalarında ırka dayalı ayrımcılığın varlığını ekonometrik yöntemlerle sınayabildiler. Yapılan bu araştırmaların neredeyse hepsinde beyaz ırka mensup başvuru sahipleriyle karşılaştırıldığında azınlık mensubu olanların kredi başvurularının kabul edilme olasılığının sistemli olarak daha düşük olduğu tespit edildi. Bu sonuçların ne anlama geldiği tartışmalı bir konuydu.[20] Bazılarına göre

19 Bkz. Benston (1981), Holmes ve Horvitz (1994).

20 Teorik ayrımcılık modelleri ve ayrıntılı ekonometrik tartışmalar için bkz. Dymski (2006).

ırka bağlı bu olumsuz durum, kredi verenlerin borçlanan kişilere karşı duydukları ırksal husumetin diğer etkenlere ağır bastığını gösteriyordu. Kimilerine göreyse, azınlık mensuplarına ve azınlık nüfusunun yoğun olduğu bölgelere verilen kredilerle ilgili risklerin daha fazla olmasına dayanan "akılcı bir ayrımcılık"tı.[21]

Sermaye birikimi açısından bakıldığında, azınlık konumunun kendiliğinden kredi piyasası kararlarını etkilemesi bir çatışkıya işaret eder: Kâr peşinde koşan firmalar neden ırksal önyargılarını bir kenara bırakarak, kârlı olacak şekilde borç vermesinler ki? Irka dayalı dışlama, diğer bütün koşullar aynıyken kârları düşürecektir. Bu çatışkıya cevap olarak akla yatkın iki açıklamadan bahsedilebilir: Birincisi, her ne kadar kredi verenler kâr amacı gütseler de, kredi kurumlarının ve kredilerin açılmasıyla ilgilenen görevlilerin çoğunun azınlığa mensup olmamaları nedeniyle, kârıençoklaştırma amaçlarına rağmen ortada algısal bir ırksal tarafgirlik bulunmaktadır; ikincisi, azınlık nüfusun yoğun olduğu alanlarla ve azınlık mensuplarıyla ilgili risk algısı o kadar yüksektir ki, bu durum kredi verilmesini engellemektedir.

Ancak bu durum aslında değişmek üzereydi. Bu değişimin nasıl gerçekleştiğini anlamak için ABD bankacılık sektörünün stratejik dönüşümünü ele almalıyız.

3. ALTIN ÇAĞDAN NEOLİBERAL ÇAĞA AMERİKAN BANKACILIK SEKTÖRÜ

1930'lardaki Büyük Bunalım sırasında yeniden düzenlenen Amerikan bankacılık sistemi, ekonominin farklı sektörlerine farklı kategorilerde krediler sağlayan, sıkı denetim altında tutulan bir dizi uzmanlaşmış kurumdan oluşan bir sistem hâline gelmişti. Konut kredileri esasen tasarruf ve kredi kurumları ile uzun dönemli tüketici tasarruflarını çeken tasarruf bankaları (tasarruf mevduatı kurumları) tarafından sağlanıyordu.

21 Örneğin Calomiris, Kahn ve Longhofer (1994), ırka dayalı ayrımcılığın kredi veren kurum açısından uygun bir davranış olduğunu düşünüyorlar.

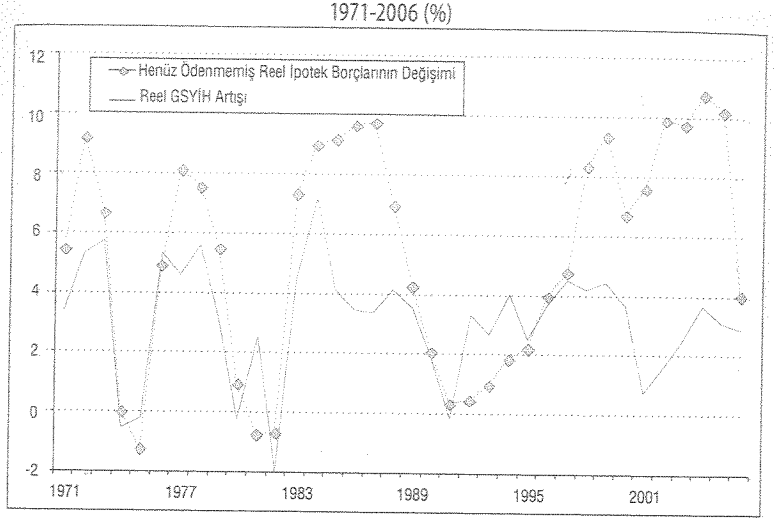
Amerikan konut finansmanının savaş sonrası dönemde izlediği gelişim çizgisi, federal hükümetin konut sahipliğini artırma amacını yansıtıyordu. Federal Konut İdaresi, 1949-1959 döneminde Amerikan ipotek finansmanının yaklaşık yarısını karşılamış ve geriye kalan ipoteklerin bir kısmını da teminat altına almıştı. Dahası, federal mevduat sigortası, henüz ödenmemiş ipoteklerin çoğunu destekleyen mevduatları sigorta kapsamına alıyordu. 1940'ta %44 olan konut sahipliği oranı 1960'ta %61'e, 1970'te %63'e ve 1980'de %66'ya yükseldi.

Konut finansmanı sistemini de içine alan bölümlere ayrılmış Amerikan bankacılık sistemi, Büyük Bunalım sırasında bir istikrarsızlık kaynağı[22] olmasının ardından artık oldukça güvenli hâle gelmişti. 1940'lardan 1980'lere gelinceye kadar neredeyse hiçbir banka iflası vakası yaşanmadı. Sonuç olarak, Federal Rezerv, makro-iktisadi büyüme patikasının istikrarını sağlamak için bankacılık sistemini ana kaldıraç olarak kullandı. 1950'li ve 1960'lı yıllarda Federal Rezerv, bankacılık sistemini hedef alan kredi sıkışıklıkları yaratarak enflasyonist baskıyı azaltacaktı.[23] Böylece iktisadi büyüme yavaşlayacak; rezerv mevcudunun artması, konut finansmanını (ve diğer kredi biçimlerini) artırarak iktisadi faaliyetleri canlandıracaktı.

Konut finansmanının kredi sıkışıklıklarından kolay etkilenmesi ve potansiyel konut müşterilerinin gelirlerinin çevrimle aynı yönde değişim göstermesi nedeniyle konut finansmanı iş çevrimlerine son derece duyarlıdır. Konut inşaatı harcamaları, çevrim boyunca dayanıklı ve dayanıksız yatırım harcamalarından daha fazla oynaklık gösterir.[24] Şekil 1, ödenmemiş ipotek borçlarının reel GSYİH'den daha fazla dalgalandığını göstermektedir. Ayrıca Şekil 2, satılamayan evlerin ev satışlarına oranının da çevrim boyunca değiştiğini göstermektedir –ekonomi yavaşladığında bu oran yükselir.

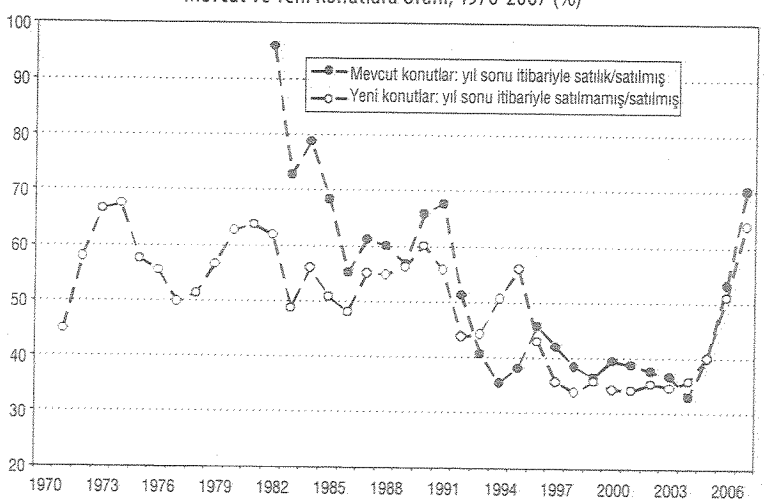
22 Fisher (1933).
23 Wojnilower (1980).
24 Leamer (2008).

Şekil1. ABD'de Reel GSYİH'nin ve Henüz Ödenmemiş İpotek Borçlarının Artış Oranları, 1971-2006 (%)



Kaynak: Politika Geliştirme ve Araştırma Ofisi, ABD Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı.

Şekil 2. Piyasadaki Konutların yıl sonu itibariyle Satılan Konutlara, Mevcut ve Yeni Konutlara Oranı, 1970-2007 (%)



Kaynak: Fon Akımı Hesapları, Federal Rezerv.

Bankalar ve tasarruf mevduatı kurumları, 1970'li yılların ortalarına gelinceye değin kurumsal olarak fazla sıkıntı yaşamaksızın bu müzmin çevrimsel düşüşleri geçiştirmeyi başardılar. Ancak, bu tarihten sonra sıkıntılar baş göstermeye başladı. Değişimi tetikleyen şey, ABD ekonomisinin küresel konumundaki kaymaydı. 1970'leri etkisi altına alan istikrarsızlık, Bretton Woods sistemi altında egemen olan istikrar, düşük enflasyon ve yüksek büyüme dönemini sona erdirdi. 1970'lerin sonlarına gelinirken makroiktisadi çalkantılar patlak verdi: Stagflasyon[25] ve faiz oranlarının bankaların düzenleyici azami oranlarının oldukça üstüne çıkması, sistemli olarak mevduattan kaçışa yol açtı –mevduat sahipleri, para piyasası araçları gibi yenilikçi tasarruf mahreçlerine yöneldiler. Bankaların, finans dışı işletmelere yönelik kredi arzı tehdit altındaydı; büyük finans dışı şirketler, modern şirket bonoları piyasası yaratarak ve şirket tahvilleri piyasasını alabildiğine genişleterek tepki gösterdiler.

Topladıkları mevduatlar varlık pozisyonlarının gerisinde kalan mevduat kuruluşları, yüksek nominal faizlerle borçlanmaya mecbur kaldılar. Baş aşağı dönen getiri eğrisi, başta tasarruf mevduatı sektöründe olmak üzere, gerçekleşen likidite riskinden ötürü önemli zararlara neden oldu. Amerikan ipotek kredilerinin çoğunun düzenleyicisi olan tasarruf mevduatı kurumları özellikle sert bir darbe aldılar, çünkü bu kurumların varlık portföylerinde sabit faizli, likit olmayan ipotekler ağırlıktaydı.

Bankacılık ve tasarruf mevduatı sektörlerinde patlak veren bu krizler sonucunda 1980 ve 1982'de yeni federal yasalar hazırlandı. Bunlardan ilki ticari bankaların yükümlülük araçlarıyla ilgili düzenlemeleri ortadan kaldırırken, ikincisi ise tasarruf mevduatı kurumlarının, bilançolarının aktif tarafıyla ilgili daha fazla faaliyette bulunmasının önünü açıyordu. Bu yasalarla birlikte, tasarruf mevduatı kurumlarını düzenleme görevini üstlenen federal kurumlarla eyalet kurumları arasında adeta bir kuralsızlaştırma yarışının yaşandığı bir dönem başladı. Bu durum, 1980'lerin ortalarında bazı eyaletlerdeki tasarruf mevduatı kurumlarının, özsermayeleriyle spekülatif toplu konut projelerine iştirak etmeleri de dahil, tedbirsizce yapılmış spekülatif yatırımlar gerçekleştirmelerine yol açtı. Sonuçta, tasarruf mevduatı kurumlarının likidite yetersizliği sorunu bir başarısız yatırımlar ve çalışmayan aktifler salgınına dönüştü.

25 Durgunlukla birlikte enflasyonun olması –*çev.*

Böylece, düzenlemelerin kaldırılmasından sonra palazlanan tasarruf mevduatı kurumlarının bazıları (sıklıkla çarpıcı bir şekilde) iflas ettiler. Bunun üzerine 1989'da, tasarruf ve kredi krizinin yol açtığı tahribatın giderilmesi amacıyla kaynak sağlanmasını öngören federal bir yasa çıkarıldı. Tasarruf mevduatı sektörü önemli ölçüde küçüldü; ödeme aczi içindeki birçok tasarruf mevduatı kurumu ticari bankalar tarafından satın alındı. 1980'lerin başlarında yaşanan makro istikrarsızlık, hem Latin Amerika borç krizini hem de "petrol bölgesi"[26] eyaletlerin çoğunu etkileyecek ticari bankaların ödeme gücü krizinin gelişimini hızlandırdı. Bu olaylar, ticari bankaların önemli miktarda zarar etmelerine ve para merkezi niteliğindeki birçok Amerikan bankasının batmasına yol açtı.

Bankaların mevcudiyetleri tehdit altındaydı. Bankalar, buna kısmen yeni iş stratejileri geliştirerek tepki gösterdiler. Bankaların yaptıkları ilk stratejik değişiklik, hem düzenli gelir sahibi ve hali vakti yerinde tüketicilere, hem de iş dünyasına mensup müşterilere finansal hizmetler satmaya odaklanan, üst düzey perakende bankacılık stratejileri yaratılmasını içeriyordu. Bankalar, bu stratejileri uygularken daha yüksek gelir düzeyine sahip bölgelere yoğunlaşıyor, gelir düzeyinin daha düşük olduğu, Afrikalı Amerikalılar ile Latin kökenlilerin yaşadığı bölgelerden sistemli bir şekilde uzak duruyorlardı. Bu yeni stratejiler, faiz farkına dayanan net kazançların önemini azaltırken, finansal hizmetler karşılığında alınan ücretlere dayanan net kazançların önem kazanmasına neden oldu.

26 Teksas, Oklahoma, Lousiana, Kaliforniya ve Alaska gibi petrol çıkarılması ve işlenmesi faaliyetlerinde ön planda yer alan ABD eyaletleri –*çev.*

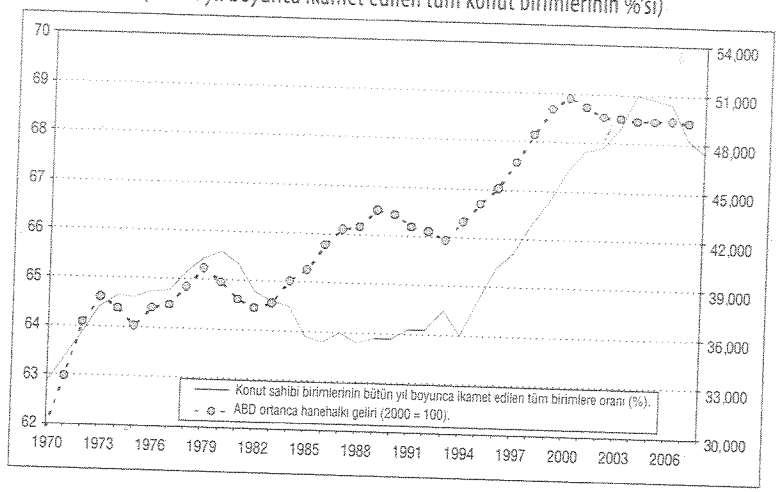
Piyasanın daha üst kesiminde yer alan müşterilere ve ücret temelli hizmetlere yönelme, birbirini destekleyen değişikliklerdi: Bankalar, hedef aldıkları müşteri kitlesine, kredi kartları, özel mevduat/yatırım hesapları ile ipotek kredilerinden oluşan standart finansal hizmetleri pazarlamayı amaçlıyorlardı. Bu iki stratejik değişiklik, piyasanın genişletilmesini amaçlayan banka birleşmelerine yol açtı: Dolayısıyla zamanla giderek büyüyen az sayıdaki banka, ABD bankacılık piyasasının daha büyük bir kısmına hizmet eder hâle geldi.

4. MENKUL KIYMETLEŞTİRME VE İPOTEK PİYASASI

Şekil 3'te görüldüğü üzere, ABD'de 1970'lerde düzenli olarak yükselen konut sahipliği oranı 1980'de %65,6 ile en yüksek düzeyine ulaştıktan sonra düşmeye başlayarak 1985'te %63,8'e geriledi. Ancak, 1980'lerin başında yaşanan tasarruf mevduatı kurumları çöküşü, ipotek finansmanının 1980'lerin başında yok olup gitmesine yol açmadı. Henüz ödenmemiş ipotek borçları eksiye döndü (Şekil 1). Ancak, 1980'lerde yaşanan bu olay, 1970'lerin ortasındaki durgunluktan daha derin bir gerileme değildi ve GSYİH artışı daha da yavaşlamıştı. Bu gerilemede rol oynayan etkenlerden biri, 1989'da çıkarılan federal yasayla tasarruf ve mevduat sahipleri ile kurumlarının kurtarılmasına kadar piyasanın karakteristiği olduğu üzere, ipoteğe dayalı menkul kıymet oranlarının bilanço riskine olan duyarlılığıydı.[27] Yukarıdaki Şekil 2'den görülebileceği üzere, satılamayan-satılan yeni evlerin oranı her ne kadar yükselse de 1970'lerin ortalarında ulaşmış olduğu tepe noktasının biraz altında kalmıştı.

27 Brewer III ve Mondschaen (1992).

Şekil 3. ABD'de konut sahipliği oranı ve ortanca reel hanehalkı geliri, 1970-2008
(bütün yıl boyunca ikamet edilen tüm konut birimlerinin %'si)



Kaynak: Politika Geliştirme ve Araştırma Ofisi, ABD Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı. ABD Ticaret Bakanlığı, İktisadi Analiz Bürosu.

Bu derin kurumsal krizin etkisi iki sebepten ötürü sınırlı oldu: Birincisi, konut piyasası gelirdeki gerilemeye hızla uyum gösterdi. 1974-1979 arasında ortanca reel hanehalkı gelir düzeyi mütevazı bir şekilde (yıllık %0,84) artarken, ortanca reel konut fiyatları yıllık olarak %3,6 artış gösterdi (bkz. Tablo 1). 1980-1982 döneminde reel gelirler yıllık %2 gerilerken, reel konut fiyatları hemen hemen aynı hızda düştü. 1983 ve 1984'te reel gelirler belirgin bir biçimde (yıllık olarak %2,3) yeniden yükselmeye başladığında, konut fiyatlarının değişmemesi yüzünden (konut fiyatı/gelir oranı ile ölçülen) konut alabilme gücü arttı. 1980'lerin geri kalan yıllarında her iki değişken de yükselirken, konut fiyatlarındaki artış gelirden biraz daha hızlı oldu.

İkincisi, 1980'lerde yaşanan tasarruf mevduatı kurumları krizi, Amerikan konut finansmanı alanında zaten başlamış olan bir eğilimi, yani aracılığa dayanan bir sistemden menkul kıymetler

piyasasına dayanan bir sisteme geçişi sadece hızlandırdığı için sınırlı bir etki yarattı. Daha önce de belirttiğimiz üzere, kredi veren kurumlar eskiden ipotekleri vade tarihleri gelinceye değin ellerinde tutarak, hem temerrüt [*ödenmeme*] riskini hem de likidite riskini kendileri üstleniyorlardı. Yeni norma göre ipotekler artık menkul kıymetler piyasalarında satılabilecek şekilde hazırlanıyordu. İpoteklerin oluşturulması, sunulması ve tutulması süreçleri birbirinden ayrılarak, her biri için ayrı bir fiyat saptanıyor ve birbirlerinden bağımsız olarak icra ediliyorlardı. Bunun ilk eldeki içermelerinden biri, bankaların, ipotek şirketlerinin ve diğer kurumların, ipoteklerin gerek oluşturulmasından gerekse paketlenip sunulmasından kaynaklanan hizmet ücretleri için birbirleriyle rekabete tutuşmaları oldu.

Konut finansmanın menkul kıymetleştirilmesi, ipoteklerin metalaştırılmasına dayanıyordu. 1980'lerde menkul kıymetleştirme, standartlaşmış uygunluk kriterlerini gerektiriyordu. Ortaya çıkan kriter, temerrüt riski asgari düzeyde olan müşterilere ayrıcalık tanıyordu. Bu riskten kaçınma tutumunun pek çok kaynağı vardı. Birincisi, riskliliğin çok sayıdaki boyutunun birleştirilmesinde somutlaşan (özellikle erken ödeme riskine de maruz kalan belirli bir ipotek paketiyle ilgili temerrüt riskinin hesaplanmasında karşılaşılan) hesaplama güçlükleri, bizzat temerrüt riskinin mümkün olduğunca standartlaştırılmasını gerektiriyordu. İkincisi, federal imtiyazlı FNMA (Federal Ulusal İpotek Birliği) ve FHLMC (Federal Konut Kredileri ve İpotek Kuruluşu) kurumları, ipotek borçlarının giderek daha büyük bir kısmını satın alıyorlardı. Bu kurumların henüz ödenmemiş ipotek borçları içindeki payı 1979'da yalnızca %16 iken, bu oran 1986'da %25'i aştı ve düzenli bir şekilde artmaya devam ederek 2003'te %43'e ulaştı. Bu kurumların satın aldıkları borçların çoğu en azından zımnen güvence altına alınmış oluyor ve piyasada satılıyordu.[28] Bu kurumların

28 FNMA kâğıdı için ne tür bir hükümet güvencesinin olduğu açık değildir; bkz. 11. dipnot.

düşük riskli ("sade vanilya"[29]) ipoteklerde ısrarcı olmaları, peşinat/kredi oranları ve ipotek ödemesi/gelir oranları için asgari düzeyleri belirlemiş oluyordu. Bu durum işin içine, üçüncü bir etkenin girmesine yol açar: Kurum destekli ipotek menkul kıymetlerine talip olan müşterilerin büyük bir kısmı, görece risk almayı sevmeyen yabancı servet sahipleriydi.

Bu değişimler, çok sayıdaki tasarruf mevduatı kurumunun özerk şekilde karar aldığı yerelleşmiş tasarruf devrelerinden oluşan bir sistemden, piyasa genelinde geçerli kriterleri kullanan kredi kurumlarının hâkim olduğu ve giderek ulusallaşan bir piyasaya dönüşümü sağlayarak ipotek finansmanı sistemini kurtardı. Savaş sonrası dönemde sistemin kalbini oluşturan "ilişki" temelli kredi verme önemini giderek kaybetti: Artık kredi tahsisatı, kredi verenlerin, borçlanıcıların hangi mikro özelliklerinin ve motivasyonlarının riskin üstlenilmesini haklı çıkardığına karar vermelerine bağlı olmaktan çıkıp, hangi potansiyel müşterilerin küresel olarak belirlenen eşik değerleri karşıladığının belirlenmesiyle ilgili olmaya başladı. Bu eşik değerler, farklı genelleştirilmiş temerrüt riski profillerine sahip borçlanıcılar arasında ayrım çizgilerinin belirlenmesini sağlıyordu. Aslında, makro belirsizliğin ve kurumsal-teknolojik yeniliklerin artması, risk değerlendirmesinin mikro kararlar temelinde değil de, standartlaşmış makro parametreler temelinde yeniden konumlandırılmasına neden oldu.

Standartlaşmış krediler yaratan ipotek düzenleyicisi kurumların sayısının giderek artmasıyla ve bu ipotek borçlarına yönelik talebin büyümesiyle birlikte, kredi verilmesi de riskin üstlenilmesinden ayrıldı. Bu piyasa ilk başta yapılandırılmış olduğu için hem temerrüt hem de likidite riski azalacaktı. Mevduat kuruluşları, likidite riskini üstlenmeden uzun vadeli ipotekler verebileceklerdi. Böylece, ipotek borcu satın alan fonlar ve firmalar, (sigorta ya da emeklilik fonları gibi) daha uzun vadeli itfa taahhütlerine sahip olmaları hâlinde, bu yükümlülüklerin vade tarihleri ile ellerin-

29 Uzun dönemli ve sabit faiz oranlı gibi standart özelliklere sahip -*çev.*

deki varlıkların (yani satın aldıkları ipoteklerin) vade tarihlerini uyumlandırabileceklerdi. Likidite riski bu yolla devredilebilecek ve önemli ölçüde hafifletilebilecekti. Faiz oranının istikrarlı olduğu ve temkinli kredi verme kriterlerinin benimsendiği bir ortamda, temerrüt oranı düşük ve tahmin edilebilir düzeylerde olacaktı.

1980'lerin ortalarından 1990'ların ortalarına gelinceye değin ipoteklerin çoğu, yarı devlet kurumu niteliğindeki FNMA ile FHLMC'nin güvencesi altında olan ve çoğu örnekte tümüyle ödenip tasfiye edilinceye kadar bu kurumların portföylerinde tutulan geleneksel kredilerin şartlarına uygundu.[30] Bu kurumlar, daha fazla miktarda ödeme aktarmalı (yani pay sahiplerinin altta yatan nakit akımları üzerinde haklarının olduğu) menkul kıymet yaratarak, artan menkul kıymetleştirilmiş ipotek ihtiyacını karşıladılar. Bu kurumların gösterdikleri çabalar, özel ipotek sigortacılarının artan çabalarıyla desteklendi; bu özel şirketler, FNMA kredilerini aşan, yani FNMA kapsamında izin verilenden daha büyük "azman" [*jumbo*] krediler oldukları için "standartlara uymayan" krediler konusunda uzmanlaştılar. Her halükârda, FNMA standartlarına uygun krediler için üst sınır, 1980-1984 arasında sadece %22 yükselirken, daha sonraki dört yıl içindeyse %63 yükselmişti. Özetleyecek olursak, Amerikan konut finansmanının gücünü sürdürmesi, 1980'lerde yeni kurumların icat edilmesini gerektirmedi; tek yapılması gereken bu kurumların parametrelerinin ayarlanması ve satmak zorunda oldukları finansal kâğıtlar için bir piyasanın oluşturulmasıydı.

Böylece konunun en önemli noktasına geri dönmüş oluyoruz. İpotek akımlarını görece dirençli kılan şey, ABD'nin küresel neo-

30 Bu kurumların zımnen hükümet desteğine sahip olup olmadıkları tartışmalı bir konudur. FNMA, 1968'de federal bütçenin dışına çıkarıldı; FHLMC ise ipoteğe dayalı menkul kıymetlerin ikincil piyasada satılmasını kolaylaştıracak ayrı bir kurum olarak 1970'te kuruldu. Bu iki kurum günümüzde bağımsız ve tamamen özel sektör kurumları olarak faaliyet gösteriyorlar. Ancak, ABD hükümetinin bu kurumlara zımnen de olsa arka çıktığı yaygın bir anlayış olarak varlığını sürdürüyor –örn. bkz. *The Economist* (2007a).

liberal rejim içindeki benzersiz konumuydu. Daha önce de belirttiğimiz üzere, küresel ekonomide (ve ABD'nin bu ekonomi içindeki konumunda) yaşanan bir kriz, bankacılık stratejisinde değişikliği teşvik etmiş ve yeni bir konut finansmanı mekanizmasına geçişi gerekli kılmıştı. Amerikan konut finansmanı bağlamında bu geçişin görece sorunsuz bir şekilde başarılmasında (Tablo 1), dünyanın diğer kısımlarının çoğunun düşük büyüme tuzaklarına ya da krizlere yakalanmış olması önemli bir rol oynadı. En önemli küresel rezerv para kaynağı olduğu ve devasa cari işlemler açıkları verdiği için ABD'nin sistemli sermaye hesabı girişlerine ihtiyacı vardı.

ABD'nin küresel bir güvenli liman olarak gözükmesi gerçeği, üç unsurun tesadüfen çakışmasının sonucuydu. İpoteğe dayalı menkul kıymetler, kıyı aşırı [*offshore*] yatırımcıların ihtiyaçlarına karşılık geliyordu: ABD hazine tahvillerinden daha fazla kazandıran bu menkul kıymetler hükümet tarafından zımnen destekleniyor ve küresel finansal karışıklığın hüküm sürdüğü bir dönemde dünya rezerv parası cinsinden çıkarılıyorlardı.[31] Dahası, ABD makro ekonomisinin, sınır ötesi dengeleri muhafaza edebilmek için Amerikan menkul kıymetlerini satın alacak yabancı alıcılara ihtiyacı vardı. Son olarak, bu tasarruf girişleri, ABD'nin düşük nominal faiz oranlarını yeniden tesis etmesini sağladı. Düşük oranlar, paketlenen ve ikincil piyasalarda işlem gören ipoteklerle ilgili zımni finansal riskleri en alt düzeye indiriyordu. Zaman içinde bu riskler ortaya çıkacaktı.

Bu üçlü küresel konjonktür, kısmen bu güvenli liman durumunun aşırı risk almaya davetiye çıkarması nedeniyle sonunda çözülüp etkisini yitirdi. Bunun nasıl gerçekleştiğini anlamak için öncelikle Amerikan kredi piyasalarında gözlenen ırka dayalı dışlamanın gelişimindeki bir sonraki adımı açıklamamız gerekiyor.

31 Dymski (2008), ABD'nin uluslararası sistem içindeki rolünü ayrıntılı olarak ele alıyor.

5. IRKA DAYALI SÖMÜRÜ: KIRMIZI ÇİZGİ ÇEKMEDEN KÖTÜ NİYETLİ KREDİ UYGULAMALARINA

Yukarıda belirttiğimiz üzere 1980'ler, yerleşmiş bankacılık süreçlerinin yeniden düşünülmesini gerektirdi: Konutların finansman şekli, bankaların kazanç elde etme yolları, finans mekanizması ve bankacılık stratejileri dönüşüme uğradı. Servet ve gelir eşitsizliklerinin sürekli derinleşmesi, üst gelir düzeyindeki müşteriler için rekabetin güçlü olmasının da etkisiyle, bankaların daha düşük gelirli ve azınlık mensubu müşterilere cazip gelecek stratejiler geliştirmelerine yol açtı. Bankaların geçmişte çok küçük bir paya sahip oldukları (2000'lerin başında yaklaşık %3 düzeyindeydi) ve baş döndürücü bir hızla büyüyen sınır ötesi işçi dövizleri, bankalar açısından cazibe merkezlerinden biriydi.[32]

Düşük gelirlilerin önemli bir kısmının banka hesabının olmaması, bu kesimin finans piyasalarına ulaşmasını belirgin bir şekilde güçleştiriyordu. Genel Muhasebe Bürosu'na (2002) göre, tüm bireylerin %28'inin ve hanehalklarının %20'sinin banka hesabı bulunmuyordu, yani "bankalı değil"di. Banka hesabı olmayanlar arasında azınlıklar orantısal olarak daha fazla, ancak banka hesabı olmayan Amerikan hanehalklarının yarıdan fazlası beyaz. Bu kesim, büyük kâr imkânları sunuyordu. Bankacılık hizmetlerini kullanmayan ya da sınırlı ölçüde kullanan hanehalkları 6,2 milyar dolarlık –aşırı yoksul olanlar dahil, hanehalkı başına yılda ortalama 200 dolarlık– hizmet ücreti geliri yaratıyorlar.[33]

Dolayısıyla, ırka dayalı dışlama, yani azınlık mensuplarının kredi başvurularının reddedilmesi kısmen de olsa yerini para sızdırıcı bir ırka dayalı içermeye bırakmıştır: Daha önce dışlananlar artık kredilerden faydalanabiliyorlar, ancak kredi şartlarına uyulmadığında "normal" kredilerden çok daha yüksek masraf ve cezalar ödenmesini gerektiren kötü niyetli hüküm ve koşullara tabi olmak kaydıyla. Bankalar, önce bağlı kuruluşları ele geçirerek, sonra da eskiden görmezden geldikleri daha düşük gelirli ve azınlık mensubu müşterileri hedef alan özel araçlar tasarlayarak bu piyasalara girdiler. Ardından bu bankalar bahsettiğimiz kötü niyetli kredi araçlarını pazarladılar, oluşturdular ve dağıttılar. Bu araçlar, tarihsel olarak finansal dışlamaya maruz kalan mahallelerde 1990'ların ortalarından bu yana çılgınca bir şekilde büyüyor. Bu krediler sıklıkla hanehalkları ve firmalar arasında aşırı yüksek ödeyememe oranlarına yol açarak, iflasları ve kişisel mali sıkıntıları artırmıştır –bu durum, 2007 ipotek piyasası çöküşünden *epeyce önce* ortaya çıkmıştır. Bu krediler temelde iki grupta sınıflandırılabilir: Gelire dayalı maaş günü kredileri ve konuta dayalı ikinci kalite krediler.

Maaş günü kredileri: Daha düşük gelirli Amerikan hanehalkları, diğer hanehalklarına göre gelirlerinde daha fazla dalgalanmalara maruz kalmaları yüzünden gelirleriyle harcamaları arasındaki farkları kapatmak için krediye daha sık ihtiyaç duyuyorlar.[34] Ancak, kredi alınması söz konusu olduğunda bu hanehalklarının çoğu, kendilerine kredi kartı verilmesini ya da kredi verilebilir olmalarını sağlayacak iyi bir finansal sicile sahip değiller.[35] Bu oynaklık, maaş günü kredisi piyasasının mantıksal temelini oluşturuyor.

İşçilere, maaş çeklerinden alacakları paranın bir kısmının avans olarak verilmesi uygulaması yaygın bir çek bozdurma hizmeti hâline gelmiştir. Bu kredi biçimi, bu kredileri dağıtan kredi sağlayıcılardan oluşan altyapı gibi oldukça hızlı bir şekilde yaygınlaşmıştır. 1990'larda duyulmamış bir uygulama olan maaş günü kredileri veren 22.000 büro var şu anda. Bu krediler, bu uygulamaya izin veren 37 eyalette 40 milyar dolarlık bir piyasa hacmine sahip.[36] 100 dolarlık bir çek için alınan ortalama hizmet ücreti 18 dolar kadardır. 2001'de maaş günü kredisi veren 15.000 büronun

32 Orozco (2004).
33 Katkov (2002).
34 Gosselin (2004).
35 Bilgi Politikası Enstitüsü (IPI) (2005).
36 Bu kısımdaki maaş günü kredileri istatistikleri Bair'den (2005) alınmıştır.

bulunduğu ABD'de, 70 milyon işlem yapılıyor ve 2,6 milyar dolarlık hizmet ücreti elde ediliyordu –yani işlem başına ortalama 37 dolar ve her büro için ortalama 173.310 dolar hizmet ücreti. Bu piyasadan elde edilen hizmet ücretleri 2005'te 4,4 milyar dolara ulaşmıştı.

Günümüzde bazı finans firmaları, hanehalklarının daha uzun zaman dilimleri içerisinde daha yüksek düzeylerde krediler alabilmelerine imkân verecek yeni bilgi kaynakları geliştiriyorlar. Ancak, bu bilginin yokluğu, bu kredi piyasalarının büyümesini engellememiştir. Bunun sebebi, daha düşük gelirliler (nihayetinde de daha düşük gelirli ve daha riskliler) için olan piyasaların yapısal dönüşüm geçirmesinin, Amerikan ekonomisindeki kredileri teminat altına almış olmasıdır.

Maaş günü kredileri neden bu kadar hızlı büyümüştür? Kredi arzı tarafında genellikle finansmanı, yapılandırılmış yatırım araçlarını (aşağıya bakınız) piyasaya sürmekle ilgilenen banka holding şirketleri, yatırım bankaları ve riskten sakınma fonları sağlıyor. Talep tarafında pek çok etken bir araya gelmiştir. Bu etkenlerden biri, işçi ücretlerinin reel anlamda düşmesi ve ücret kazançlarındaki dalgalanmanın artmasıdır. Maaş günü kredisi müşterilerinin %29'u yılda 25.000 dolardan daha az gelire sahipken, %52'sinin yıllık geliriyse 25.000-50.000 dolar arasındadır. Afrikalı Amerikalıların ve asker ailelerinin ağırlığı daha fazladır. Bu müşterilerin %41'i konut sahibidir. Tekrar tekrar kredi alındığı gözleniyor: Müşterilerin çoğu yılda 7-12 kez maaş günü kredisi kullanıyor. İlkiyle ilintili ikinci etken, kredilerin son yıllarda bol olmasıdır; bu durum, düşük ücretli işçileri bile geçim masraflarını karşılamak ya da dayanıklı tüketim malları satın almak için borçlanmaya teşvik etmiştir.

Taleple ilgili son etken, değişen bankacılık uygulamalarıyla ilgilidir. Maaş günü kredileri müşteri tabanının, banka hesabı olmayanları kapsamadığına dikkat ediniz: Maaş günü kredisi alabilmek için çek hesabının olması gerekir. Bankalar, karşılıksız

(hesabın yeterli olmadığı) çekler için giderek daha yüksek hizmet ücretleri alıyorlar. Kira, kredi kartı ve fatura ödemelerinden tahsil edilen gecikme ücretleri de yine sürekli artıyor. 2003'te yeterli olmayan hesaplardan 22 milyar hizmet ücreti alınırken, gecikme ücreti olarak da 57 milyar toplanmıştı.[37] Yani, çek hesabı limitinin aşılması yüzünden ödemelerin geç yapılması karşılığında çok yüksek ücretler ödemek zorunda kalma olasılığının artması, işçileri maaş günü kredilerine yönelmeye zorluyor.

İkinci kalite krediler, kredi verenlerin kötü niyetli ipotekler, yani hizmet ücretleri, cezaları ve faiz oranları aşırı yüksek olan ipotekler oluşturup bunları (başta düşük maliyetli krediler olmak üzere) diğer kredi kaynaklarından faydalanma imkânı sınırlı, daha riskli hanehalklarına pazarlamaya başlamalarıyla ortaya çıktı. Bu kredileri pazarlayan kuruluşlar, kırmızı çizgi çekilmiş bölgelere ve geleneksel olarak kredi kullanmalarına izin verilmeyen hanehalklarına odaklanıyorlardı.[38] İlk başlarda, ikinci kalite kredilerin çoğu ikinci ipoteklerden oluşuyordu. Bu krediler borçlananlara cazip geliyordu, çünkü mütevazı bir evi olan konut sahipleri bile beklenmedik mali sorunlarla karşılaştıklarında para bulma olanağına sahip oluyorlardı. "Konuttan" çıkarılabilecek fonlar, özellikle de sanayisizleşmenin ağırlıklı olarak azınlık mensubu aileleri vurduğu koşullarda, işçi ailelerinin bozulan iktisadi durumlarını iyileştiriyordu.

İkinci kalite krediler, çok geçmeden ev almak isteyenlere pazarlanmaya başlandı. Toplum savunucularının bakış açısına göre bu kredilerin hüküm ve koşulları kötü niyetliydi; banka taraftarlarına göreyse, ev satın almak isteyenlerin özel risk özelliklerine karşı gösterilen normal tepkilerdi. Her halükârda, (en başta düşük gelirli ve azınlık mensubu olanlar olmak üzere) eskiden uzun vadeli kredilerden yararlanamayan birçok hanehalkına artık sömürücü koşullarla kredi sunuluyordu. Örneğin 1998'de, ikinci kalite

37 Bair (2005).

38 Örneğin bkz. Kaliforniya Yeniden Yatırım Komitesi (2001).

ve prefabrik konut kredisi veren kurumlar, tüm konut ipoteği başvurularının %34'ünü ve düzenlenen ipoteklerin %14'ünü oluşturuyordu. Aynı yıl, ikinci kalite ve prefabrik konut kredisi veren kurumlar, düşük gelirli ve Latin kökenli borçlanıcılara verilen tüm ipoteklerin beşte birini, Afrikalı Amerikalı borçlanıcılara verilenlerinse üçte birini sağlamışlardı.[39] İkinci kalite krediler, diğer ipotek kredilerinin azaldığı 1993-99 döneminde %900 büyüdü.[40] 2000 yılı KİKBY verileri kullanılarak yapılan ve ülke genelini kapsayan bir çalışmada, Afrikalı Amerikalıların ve Latin kökenlilerin ikinci kalite kredi alma olasılığının beyazlardan sırasıyla iki kat ve %40-220 daha fazla olduğu tespit edilmişti.[41]

Kredileri pazarlamak için saldırgan ticari yöntemler benimseyen bir dizi uzmanlaşmış –ve sıklıkla kötü niyetli– kredi kurumu ortaya çıktı. Bu yeni kredi kurumları sınıfı, sektörde yaşanan büyük değişimleri yansıtıyordu. İkinci kalite kredi veren en büyük kurum olan Ameriquest İpotek Şirketi, 1979'da Long Beach Savings adıyla iş dünyasına atılmıştı. 1991'de Kaliforniya Orange County'e taşınan şirket, 1994'te bankacılık lisansından vazgeçip, ikinci kalite ipoteklerin perakende ve toptan satışına odaklanmıştı. 1999'da, Long Beach Savings ikiye bölündü: 1999'da Washington Mutual'a satılan kamu bağlı kuruluşu, bankanın ikinci kalite ipotek kredisi ticareti yapan bölümü hâline gelirken, 49 eyaletteki uygulamaları yüzünden tüketici haklarının korunmasıyla ilgili olarak aleyhinde açılan davanın uzlaşma yoluyla çözümlenmesi için Ocak 2006'da 325 milyon dolar ödemek zorunda kalan Ameriquest ise özel bir bağlı kuruluş olarak şekillendirildi.[42] *Washington Post*'un bu uzlaşmayla ilgili haberi, ikinci kalite kredilerde yaşanan suistimallerin niteliğine işaret ediyor: "Anlaşmaya göre Ameriquest kredi görevlileri, borçlananlara kredi faizinin ne olacağı, ne kadar yükselebileceği ve

39 Bu istatistikler Canner ve diğerlerinden (1999) alınmıştır.

40 ACORN (2000).

41 Bradford (2002). Ayrıca bkz. Staten ve Yezer (2004), McCoy ve Wyly (2004).

42 Gittelsohn (2007).

kredinin erken ödeme cezası içerip içermediği gibi şeyleri söylemek zorunda olacaklardı ve bu açıklamayı yapmayan kredi görevlileri cezalandırılacaktı. Ayrıca şirketin, tüketicileri daha yüksek faizli kredilere veya erken ödeme cezalarına yönlendirmeleri için satış acentelerine mali teşvikler vermesi yasak olacaktı."[43]

İkinci kalite ipotek kredileri ile maaş günü kredilerinin, daha sonra 2004-2006 döneminde daha geniş ikinci kalite kredi piyasalarına giden yolu açan kimi ortak yapısal özellikleri daha o zamandan açıkça görülebiliyordu: (1) Bu krediler, değeri, kredinin verildiği iktisadi birimlerin gelire bağlı nakit akımlarından bağımsız olan bazı teminatlara (evlere ve maaş çeklerine) dayandırılıyordu; (2) daha riskli varlıkları temsil ediyorlardı ve bu varlıkları ellerinde tutanlar, bu risklerin telafi edilmesi için daha yüksek getiriler elde etmeyi bekliyorlardı; (3) bu kredileri düzenleyen kredi kurumlarının, bu kâğıdı sistemli bir şekilde bilançolarının dışına çıkarmaları gerekiyordu.

Bu yeni finans piyasası yapısının ihtiyacı olan şey, yüksek riskli kredilerden oluşan menkul kıymetleri seve seve satın alacak müşteri sayısının hızla artmasıydı. Bu müşteri artışı çok geçmeden gerçekleşecekti.

6. 1990'LARDA TÜKETİCİ KREDİSİ VE KONUT PİYASALARINDA GÖZLENEN BASKILARLA STRATEJİK UYARLAMALAR

Daha düşük gelirli ve eskiden dışlanan hanehalklarıyla sistemli bir şekilde iş yapılması, bankalar açısından yeni bir tüketici bankacılığı iş modelini gerektiriyordu. Bu modelin temel anlayışına göre, eğer hizmet ücretleri ve haczedilebilir varlıklar bileşimi işlemin genel maliyetini karşılamaya yeterliyse, daha riskli müşterilere kredi verilebilirdi. Çoğu hanehalkının başlıca varlığı ellerindeki evlerin değeri olduğu için, ikinci kalite ipotek kredisi verilmesinin mantığı kolaylıkla anlaşılabilir. Maaş günü kredileri

43 Downey (2006).

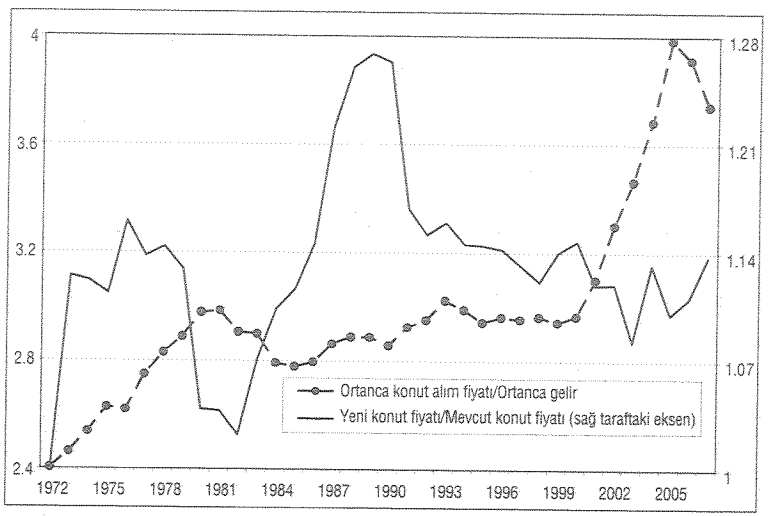
sektörünün altında yatan mantık da benzerdir: Bir sonraki ayın maaş çekleri, zarara karşı garanti işlevi görür. Bu yeni modelin ne kadar başarılı olduğu, Tüketici Finansmanı Anketi sonuçlarından açıkça görülebilir: 1989-2004 dönemi verilerine göre, en alttaki beşte ikilik gelir diliminde yer alan hanehalklarının borç düzeyleri, varlık düzeylerindeki artışla orantısız şekilde yükselmiştir.

Bu dönemde borçların artması yönündeki baskı büyük ölçüde konut piyasasındaki kuvvetlerden kaynaklanmıştı. Düşük gelirli hanehalklarıyla ilgili federal konut politikası, konut sahipliğine ağırlık veren bir eğilim gösteriyordu. 1980'li ve 1990'lı yıllarda temel toplu konut programını Konut Yasası'nın 8. Kısmı belirliyordu; buna göre, belli kriterleri karşılayan seçilmiş hanehalklarına konut kirası yardımı yapılırken, ucuz kiralık konut arzıyla ilgili hiçbir şey yapılmıyordu. 2000'den sonra Bush yönetimi, kamu mülkiyetindeki kiralık konutları sahiplerinin oturdukları birimlere dönüştürmek suretiyle genel konut sahipliği fikrini öne çıkardı. Gerek düşük gelirlilere yönelik toplu konut programının gerekse konut sahibi programının ölçeği, potansiyel olarak gerekli şartları karşılayabilecek nüfustan çok daha sınırlıydı. Düşük gelirliler için yaratılabilecek yeni kredi kanallarının sınırlı ve federal program kapasitesinin yetersiz olması, konut sahipliği uygulamalarında Amerikan hanehalklarının piyasa temelli yeniliklere yönelmelerine yol açtı.

Konut sahipliği talebindeki bu artış ampirik kanıtlardan açıkça görülmektedir. Şekil 3'ten görülebileceği üzere, 1980'lerin krizle geçen yıllarının ardından Amerikan hanehalklarının ortanca gelir düzeyi 1990'a kadar artmış, ardından 1994'e kadar geriledikten sonra 2001'e kadar yeniden yükseliş göstermiş, konut fiyatları da yükselmeye başlamıştı. Şekil 4'te görüldüğü üzere, ortanca ev satın alma fiyatının ortanca gelire oranı 1983-2000 yılları arasında çok az yükseldi. Tablo 1, 1980'lerde olduğu gibi, reel konut fiyatlarının reel gelirin izlediği rotaya en azından kısmen duyarlı

olduğunu gösteriyor. 1991-94 döneminde ortanca reel hanehalkı gelirleri düştü ve ortanca reel konut fiyatları yükseldi, ancak yıllık olarak %1'den az olan bu yükseliş 1980'lerden daha yavaştı. 1995-99 döneminde reel gelirler yeniden arttığında konut fiyatları da yükseldi, ama artış hızı daha yavaştı.

Şekil 4. Konut Fiyatı/Gelir Oranı ve Yeni Konut/Mevcut Konut Fiyat Oranı, 1972-2008.

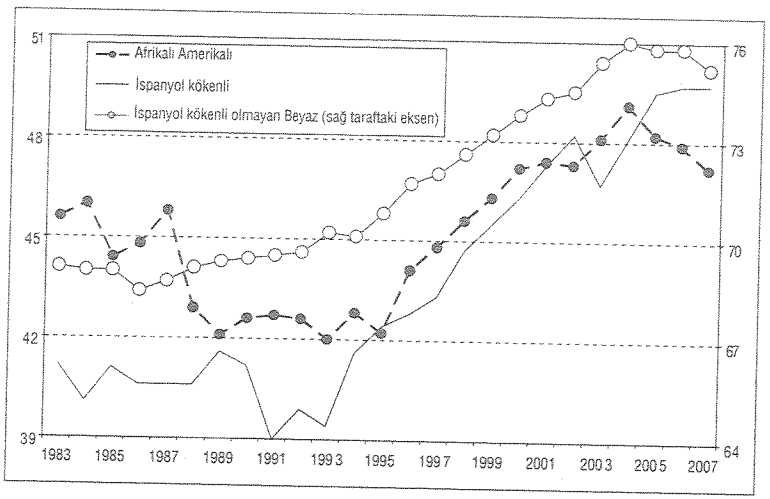


Kaynak: Politika Geliştirme ve Araştırma Ofisi, ABD Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı. ABD Ticaret Bakanlığı, İktisadi Analiz Bürosu.

ABD konut sahipliği oranı 1994-2004 arasında %64'ten %69'a yükseldi (Şekil 3). Şekil 5, 1980'lerin ortasından itibaren beyazların konut sahipliği oranının sistemli bir şekilde artarken, Afrikalı Amerikalılar ile Latin kökenliler arasında konut sahipliği oranının beyazlarınkinden bir nebze de olsa daha hızlı arttığını gösteriyor. Yeni ev inşaatında gözlenen eğilimler, 1980'lerde bütün piyasayı daha üst gelir gruplarına yöneltmişti: Şekil 4, 1982'de mevcut ev fiyatlarıyla neredeyse başa baş olan yeni ev fiyatlarının

hızla yükselerek 1990'a gelindiğinde %28'lik bir prim yaptığını gösteriyor. 1990'ların başındaki durgunluktan sonra, yani azınlık mensuplarının konut sahibi olma oranının beyazlar kadar hızlı arttığı dönemde, yeni evlerin getirdiği prim %10'un altına düştü.

Şekil 5. Irka/Etnisiteye göre ABD'de Konut Sahipliği Oranları, 1996-2007
(konut sahibi olan tüm hanehalklarının %'si)



Kaynak: Politika Geliştirme ve Araştırma Ofisi, ABD Konut ve Kentsel Gelişme Bakanlığı.

Afrikalı Amerikalılar ile Latin kökenli konut sahiplerinin, kendilerinden para sızdırılacak şekilde piyasaya dahil edilmelerinin doğurduğu aşırı güçlü itki sayesinde konut talebinin giderek büyüdüğü Şekil 2'den görülmektedir. Mevcut satılık konutların mevcut satılmış konutlara oranı %68'lik düzeyiyle 1991'de ulaştığı en yüksek değerden sistemli bir şekilde gerileyerek 2004'te %33'e düştü; yeni evler için bu oran aynı dönemde %64'ten %35'e düştü. Giderek ısınan bu piyasayı ikinci kalite ipotekler şekillendiriyordu: Azınlık mensuplarının konut sahibi olma oranlarında-

ki artış ile yeni evlerin priminin düşmesi aynı zamana denk gelirken, konut yetersizliği, mevcut bir evin yeni bir ev kadar kolayca satılmasının mümkün olduğu bir ortam yarattı. İnşaat sektörü patlama yaparken, mevcut konut sahipleri konutlarının değerinin hızla arttığını gördüler.

Talep tarafında bunlar olurken acaba arz cephesinde ne gibi değişiklikler söz konusuydu? İkinci kalite kredi sektörünün yakın geçmişte inanılmayacak kadar hızlı bir şekilde büyümesini sağlayan şey, kredi verilmesi ile çeşitli (ve genellikle riskli) kredi isteklerinin menkul kıymetleştirilmesini ilişkilendirmek için gereken bağların artık yerleşmiş olmasıdır. Konut fiyatı/gelir oranlarının tehlikeli ölçüde yükselmesinden kaynaklanan bu riskli durum, konut fiyatlarının âdeta sonu hiç gelmeyecek gibi yükselmesiyle karşılaştırıldığında önemsiz gözüküyordu. Wall Street yatırım bankaları, giderek daha fazla miktarda parayı ikinci kalite kredi veren kurumlara kanalize ediyorlardı: Bu piyasadaki menkul kıymetleştirme, daha 1998 ve 1999 yıllarında yıllık ortalama 80 milyar dolara yükselmişti. Dahası, Wall Street sigortacıları, ikinci kalite kredi veren kurumların piyasaya sürdükleri ipoteğe dayalı menkul kıymetlere arka çıkıyorlardı.[44]

Kredi oluşturma ve menkul kıymetleştirme süreçlerinden elde edilen büyük hizmet ücretlerinin yanı sıra (ABD ekonomisinin makro-iktisadi açıdan sermaye hesabına bağımlı olmasıyla bağlantılı olarak) para piyasasından düşük faizle kolayca fon temin edilebilmesi, arz tarafında çok sayıda oyuncunun bu piyasalara yönelmesini sağladı. Arz eden kurum sayısındaki bu hızlı artış, büyük bankacılık şirketleri, finans şirketleri ve ikinci kalite kredi veren kurumların iç içe geçmesi sürecini de hızlandırdı. Büyük bankacılık şirketleri çok sayıda şirketi ele geçirdiler ya da ele geçirmeye teşebbüs ettiler. Bazı banka holding şirketleri, ikinci kalite kredi kurumlarını satın aldılar. Citicorp, o dönemde Federal Ticaret Komisyonu ve Adalet Bakanlığı ta-

44 Henriques ve Bergman (2000).

rafından soruşturulan Associates First Capital Corporation'ı ele geçirdi. Bir diğer örnekte First Union Bank, Haziran 1998'de Money Store'u satın aldı –büyük zarar ettikten sonra şirketi 2000'in ortalarında kapattı.[45] 2003'te HSBC, kötü niyetli kredi uygulamalarına karıştığıyla ilgili suçlamaları çözüme kavuşturduktan sonra, Household Finance Company'nin ana şirketi olan Household International'ı satın aldı. Associates First, Citi'nin, kendisine bağlı bir finans şirketini ülkenin en büyük tüketici finansmanı şirketi hâline getirme amacını gerçekleştirmek için attığı ilk adımdı.[46] Her halükârda, tüketici kredisi veren bu bağlı şirket, mega bankaların kazançlarının hızla düştüğü bir dönemde Citi'nin nakit akımının istikrar kazanmasına yardımcı oldu.[47]

Böylece 1990'lar, on yıl sonra patlak verecek olan ikinci kalite ipotek kredileri krizinin yolunu açmış oldu. Menkul kıymetleştirmenin ilk öncülü, riskin homojenleştirilmesiydi. Menkul kıymetleştirmede, riski düşük olan ve ödemelerini düzenli yapması beklenen borçlanıcılara ağırlık veriliyordu. Piyasanın büyük bir kısmı federal kurumların güvencesi altındaydı. Ancak daha sonra, finansal rekabetin şiddetlenmesi, risk alma konusunda daha rahat bir tutumun benimsenmesi ve hesaplanabilirliğin artması nedeniyle bu ilk öncül sistemli bir şekilde delindi. Kredi kurumları, konuta dayalı heterojen krediler düzenleyerek pazarladılar; kimi zaman uzun dönemde ödeme olanakları şüpheli olan borçlanıcılara bile kredi veriliyordu. Yeterli miktarda rehinli teminatın yanı sıra yüksek hizmet ücretleri ve cezalar bileşimi, bu kredileri kârlı hâle getiriyordu.

1990'lar, yeni bir konut finansmanı aracı olan ikinci kalite kredinin ötesinde, riskin oluşturulup dağıtılmasını giderek daha etkin bir şekilde yerine getiren bir boru hattı da yaratmıştı. Bu boru

45 Berman ve diğerleri (2006).

46 Oppel ve McGeehan (2000).

47 Sapsford ve diğerleri (2001), *Business Week* (2007).

hattının bir ucunda yer alan ikinci kalite kredi kurumları ipotek kredileri yaratıyor, ardından bunları bankalara satıyorlar, satın alan bankalar da imal edilmiş menkul kıymetleri ya ellerinde tutuyor ya da yatırımcılara satıyorlardı. Önceleri "sade vanilya" ipoteklerden oluşturulan ipoteğe dayalı menkul kıymetler, getiriyiençoklaştırmaktan ziyade riskten sakınmakla ilgilenen alıcılara cazip geliyordu. Ancak, ikinci kalite ipoteklerin yapılandırılmış yatırım araçlarına (YYA) dönüşmesi, yüksek riskli ve yüksek getirili seçenekler çıkardı ortaya.[48]

Yalnızca ikinci kalite ipotekler değil, çeşitli türlerde teminata bağlanmış borçlar da YYA'larının aktif tarafında toplanıyordu. Ödeme aktarmalı menkul kıymetlerin göreli şeffaflığının yerini bulanıklık almıştı. Bu durum bankalara, çeşitli borç türlerini bilançolarının dışına çıkarma (ve her adımda hizmet ücretleri elde etme) imkânı sağladı. YYA'lar, para piyasalarında hazır finansman buldular. Yüksek kâr oranları, pek çok şirketi aşırı fon bolluğuyla karşı karşıya bıraktı. Yukarıda belirttiğimiz üzere ABD'nin sermaye hesabı fazlasıyla bağlantılı olarak nominal faiz oranlarının düşük düzeylerde kalacağının öngörülmesi, YYA'ların ticari kâğıtla finanse edilmesinin oldukça doğal görünmesine yol açmıştı. Aslında, "varlığa dayalı ticari kâğıt" sıradan bir şey hâline gelmişti. Likidite riski bir yana bırakılırsa YYA'lar, asgari düzeyde özkaynak yatırımıyla (hatta hiç özkaynak yatırımı yapmadan) faiz farkına dayalı gelir elde etmenin kesin bir yolu gibi gözüküyordu. Bir sonraki adımda, riskten sakınma fonları ve özel sermaye fonları oyuna dahil oldular. YYA yatırımcılarının, bu menkul kıymetlere dayanak olan varlıklarla ilgili zımni temerrüt risklerini üstlenip üstlenmedikleri açık değildi; aslında, ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasında şeffaflığın yerini bulanıklık aldıkça, YYA yatırımcıları ne gibi riskler üstlendiklerini artık takip edemez hâle geldiler. Ayrıca, riskleri üçüncü taraflara aktarmak

48 Mollenkamp ve diğerlerine (2007) göre, ilk YYA'lar 1988 ve 1989 yıllarında Citigroup tarafından oluşturuldu.

için sıklıkla kredi riski türevleri kullanılıyordu.[49] Her halükârda, YYA'lar hızla büyüyerek 400 milyar dolarlık bir sektör hâline geldi. *Wall Street Journal*'da ifade edildiği gibi YYA'lar, "bankaların, riski hafifletmek için bir kenara sermaye ayırmalarına gerek kalmaksızın yeni model menkul kıymetlere yatırım yaparak kâr elde etmelerini sağladığı için hızla büyüdü."[50]

1990'ların getirdiği üçüncü önemli değişiklik, bankaların, şehrin merkezinde yoksulların oturduğu mahallelerde doğrudan ya da üçüncü taraflar eliyle kredi verme faaliyetlerine girişmeleriydi. Eskiden bankaların isteksiz davranması, azınlık mensupları ile düşük gelirlilerin yaşadıkları mahallelerde kredi yetersizliğine yol açıyordu. Artık şehirler âdeta bir kredi denizinde yüzüyorlardı. Bankalar, doğrudan kendileri ilgilenerek ya da aracılarla anlaşmalar yaparak, muazzam miktarlarda ikinci kalite krediler ve maaş günü kredileri verdiler, bunları menkul kıymetleştirdiler. Kredi veren bir kurum, şehrin bir kısmında sömürücü krediler verirken, başka bir kısmında ise birinci kalite krediler verebiliyordu. Kredi veren kurumlar, bankalar ve piyasalar, kendilerinden borçlanan belli bir gruba saldırgan, hatta sürdürülemez gibi gözüken hüküm ve koşulları dayatmayı normal iş uygulamalarının bir parçası hâline getirmişlerdi. Çok geçmeden bu uygulamalar şehrin merkezinde yoksulların yaşadığı mahallelerle sınırlı kalmayıp daha geniş piyasalara yayılacaktı.

7. İKİNCİ KALİTE KREDİ PATLAMASI VE 2000'DE KRİZ

Birinci sınıf taahhütlerle desteklenmeyen heterojen varlıkların kabul görmeye başladığı menkul kıymetler piyasaları, giderek daha riskli ipotekleri ve diğer finansal talepleri masseder hâle geldi.[51]

49 *The Economist* (2007b).

50 Mollenkamp, Solomon, Sidel ve Bauerlein (2007).

51 Tedbirsizce hareket edilmesi sonucunda homojen olmayan risklerin gayrimenkul yatırım ortaklıklarında toplanması yüzünden Franklin National Bank'in 1974'te iflas etmesi (Sinkey (1981)), aslında bir uyarı olmalıydı.

Yukarıda belirtildiği üzere, konut gayrimenkullerine olan talep 1990'ların sonlarında canlanmaya başlamıştı. Bu varlık patlaması çok geçmeden bir çılgınlığa dönüştü: Gerek daha büyük bir ev satın almak isteyen konut sahipleri, gerekse henüz konut sahibi olmayıp da konut piyasasına girmek isteyenler, kimi zaman değerinden yüksek fiyatlarla ev satın almak için âdeta birbirleriyle yarışa girdiler. Birçok potansiyel konut alıcısının "sade vanilya ipotekleri" (gelirin, konut ipoteği kredisine ve diğer türde ipotek kredilerine harcanan kısmının sırasıyla %30'dan ve %20'den fazla olmaması gerektiği öngörülüyordu) destekleyecek gelire ve tasarruf birikimine sahip olmaması, "ya şimdi ya da asla" türü bir çaresizlik duygusunu besliyordu. Bu duygu, fiyatların çok hızlı bir şekilde arttığı piyasalarda özellikle belirgindi.

Kredi veren kurumların ve simsarların, risk parametreleri oldukça yüksek olan borçlanıcılar için krediler yaratırken edindikleri deneyim aynı zamanda gereken çözümün ne olabileceğine de işaret ediyordu: Gelir ve peşinat ödeme profilleri, çoğu şehrin canlı konut piyasalarına ayak uydüramayacak durumda olan kimselerin taşıdıkları özel risklere göre şekillendirilmiş krediler yaratılması. Konut fiyatları hızla yükseldiği için alıcılara yeni evlerinin fiyatının %80'ini aşan miktarlarda krediler verilebilirdi ya da (kredinin potansiyel olarak FNMA'ya satılabilir olmasını sağlayacak şekilde) biri fiyatın %80'i kadar, diğeri %20'si kadar olacak iki ayrı kredi verilebilirdi.

Makro büyüklükler düzeyinde bakıldığında konut piyasası balonunu tetikleyen şey, reel gelirler durgun seyrederken bile reel konut fiyatlarının artmaya devam etmesiydi. Tablo 1, ortanca reel hanehalkı gelirinin yılda %0,21 gerilediği 2000-05 döneminde, reel konut fiyatlarının yıllık olarak %5 yükseldiğini gösteriyor. Sonuç olarak, Şekil 4'ten görülebileceği üzere, ortanca konut fiyatının ortanca gelire oranı 2000'den itibaren hızla yükseldi. Ancak, Şekil 3'ten görüldüğü üzere, ortanca hanehalkı geliri 2000'de en yüksek noktasına ulaşırken, konut sahipliği oranı ise ancak 2004'te tavan

yapmıştı. Şekil 5'e bakıldığında, Hem Afrikalı Amerikalılar hem de beyazların konut sahipliği oranları 2004'te en yüksek noktaya ulaşmıştı (Latin kökenliler içinse daha erken bir tarihte, 2002'de tavan yaptıktan sonra sürekli yükselmişti). Balon 2005'te patlak vermeye başladı: 2004'ten sonra hem mevcut hem de yeni inşa edilen ama satılamayan ev stokları hızla yükseldi (Şekil 2).

Gerçekte, ikinci kalite kavramı, ipotek aracının farklı bir boyutuna doğru genişletilmişti. 5. kısımda gösterildiği üzere, önceden ikinci kalite krediler esas olarak kredi piyasalarına girmesi engellenen borçlanıcılara gidiyordu. 2000'lere gelindiğinde, ikinci kalite krediler artık "sade vanilya" ipotek paketlerinin şartlarını karşılayamayan konut sahiplerine de veriliyordu. Bu borçlanıcıların, sınırlı sürelerle özel iskonto oranları üzerinden kredi almalarına izin verilebilirdi. Potansiyel alıcıların evin "içine" girmelerini sağlamak için ipoteğin ilk birkaç yılında piyasanın altında kalan, "cazip" bir orandan [*teaser rate*] kredi verilebilirdi. Piyasa oranı ile "cazip" oran arasındaki fark amorti edilebiliyor ve ipoteğin tamamı, "cazip" oranının süresi dolduktan sonra riske göre düzeltilmiş piyasa oranıyla yeniden finanse edilebiliyordu. Konut fiyatlarının değer kazanması nihayetinde %100 finansmanlı konut alımının içerdiği riskleri ortadan kaldıracaktı; beklenen gelir artışı ve/veya beklenen konut fiyatı artışı, ağır konut ödemelerini telafi edebilecekti. Garanti olarak hizmet ücretleri ve cezalar bu kâğıtlara eklenebilecekti.

Gerek konut fiyatları gerekse konut fiyatının artacağına yönelik beklentiler (özellikle bazı bölgesel hareketli noktalarda) yükseldikçe, alıcılar her geçen gün "cazip" oranlara, melez AFİK'lere[52] ve benzerlerine daha fazla yönelmek zorunda kaldılar.[53] Ancak, konut fiyatlarının yükselmeye devam edeceği fikri alıcılarla satıcıların bilincinde öylesine yer etmişti ki, kredi almanın gerektirdiği yüksek hizmet ücretleri ve beklenen yüksek ödemeler, fırsat penceresi hâlâ aralıkken pencereden içeri süzülebilmek için gerekli bir şey olarak görülüyordu. Makul davranan alıcılar, ellerindeki 2/28 ipotek kredisinin[54] piyasanın altındaki başlangıç düzeyi oranından "fırlayıp" sabit piyasa oranına yükseldiğinde, gelecekteki fiyat artışlarının, sürdürülebilir olmayan hüküm ve koşulların iki yıl içinde yeniden müzakere edilmesine olanak vereceğine kesin gözüyle bakıyorlardı.

Konut fiyatı/gelir oranının yükselmesi, ikinci kalite ipotek kredilerine yönelik talep artışını ancak kısmen açıklayabilir. İpotek aracıları, bu artışın bir kısmını kendi başlarına yaratmışlardı. 2005 ve 2006 yıllarını kapsayan bir araştırmada, ikinci kalite kredi alanların sırasıyla %55'inin ve %61'inin aslında geleneksel kredileri alabilecek kadar yüksek kredi notuna sahip olduğu tespit edilmiştir.[55] Bu çalışmada, bu kredileri pazarlayan ipotek aracılarının, geleneksel ipoteklerden elde edilenden çok daha yüksek hizmet ücretleri kazandıkları da görülmüştür.

Konut finansmanı piyasasının arz tarafında fon bolluğu söz konusuydu. Makro-yapısal koşullar olumlu olmayı sürdürüyordu –ABD'nin cari işlemler hesabının belirgin bir şekilde açık vermeyi sürdürmesi nedeniyle tasarruflar ABD'ye akmaya devam ediyordu. Yabancı yatırımcılar, 20 yıldır dünyanın en büyük finansal menkul kıymet piyasası olan ipoteğe dayalı menkul kıymetler piyasasına aşina idiler. Özellikle İngiliz ve Avrupa bankaları ikinci kalite kâğıtlara hücum ediyorlardı.[56] Güçlü dolar ve düşük nominal faiz oranları bileşimi, likidite riskini ortadan kaldırıyordu.

Arzı artıran diğer etkenler arasında, yukarıda analiz ettiğimiz üzere bankaların hizmet ücretine dayalı gelire ve riski yaymaya yönelik olarak yaptıkları stratejik değişiklikler ile kredi veren kurumlar arasındaki amansız rekabet sayılabilir. Örneğin, yakın

52 Ayarlanabilir faizli ipotek kredileri (adjustable rate mortgages, ARMs) –*çev.*

53 Wray (2007), s. 9.

54 İlk 2 yılı sabit faizli, sonraki 28 yılı değişken faizli ipotek kredisi –*çev.*

55 Brooks ve Simon (2007).

56 Örneğin bkz. Mollenkamp, Taylor ve McDonald (2007).

geçmişte *Wall Street Journal*'da yayınlanan bir makalede, "bir zamanlar aralarında kazançlı bir ortaklık" olan Wall Street ile ikinci kalite kredi veren kurumlar, işin içindeki bir yetkiliye göre, "... bu krediler için amansız bir rekabete tutuştular. ... Bu krediler, hem yatırımcılar hem de yatırım bankaları için başlıca gelir ve kâr kaynağıydı."[57] Aynı makalede, konut kredileri satın alan bir firmanın başkanı olan Jeffrey Kirch'in şu sözlerine yer veriliyordu: "Piyasadan daha fazla pay kapmanın en kolay yolu rakiplerinizden daha fazla ödemekti." Asıl mesele yatırım bankaları için gelecekteki büyük gelir akımları ve kazançlı yönetim ikramiyeleriydi. Yatırım bankalarında çalışan genel müdürler, 2006'da ortalama 2,5 milyon dolar toplam tazminat aldılar. Bu özendirmeler, uyarı işaretleri gözükmeye başladığında bile pek çok firmanın bu piyasalarda saldırgan tutumlarını sürdürmesine yol açtı.

Konut balonunun zirve yaptığı 2004-06 döneminde ikinci kalite kredilerin hacmi patladı. 2001-03 döneminde, düzenlenen ipoteklerin toplam tutarı 9,04 trilyon dolara ulaşmıştı: Bunların %8,4'ü ikinci kalite kredilerden oluşurken, ikinci kalite ipoteklerin de %55'i (yani 418 milyar dolar kadarı) menkul kıymetleştirilmişti. 2004-06 döneminde, düzenlenen toplam ipotekler nominal olarak aynı düzeyde kaldı (9,02 trilyon dolar). Ancak, tüm ipoteklerin %19,6'sı ikinci kalite kredilerden oluşuyor, bunların da %78,8'i (yaklaşık 1.391 milyar dolar kadarı) menkul kıymetleştirilmişti.[58] Dahası, yukarıda belirtildiği üzere, YYA'ların ve diğer menkul kıymetleştirme araçlarının şeffaf olmaması, bu araçların bilançolarında daha fazla kredi türünün bulunmasına yol açtı. Bunlar arasında, özel sermaye fonlarının kaldıraçlı satın almalar için sağladığı köprü krediler, gayrimenkul alım kredileri, inşaat finansmanı, kredi kartı alacakları ve benzerleri bulunuyordu.

İkinci Kalite Krizinin Başlangıcı: 1997 Asya krizi gibi ikinci

57 Anderson ve Bajaj (2007).

58 İpotek Piyasası İstatistik Yıllığı'nda yer alan bu veriler Wray (2007), s. 30'daki Tablo 1'den alınmıştır.

kalite kredi krizi de geniş bir coğrafi alan üzerindeki birbirleriyle bağlantılı olayların yol açtığı bir domino etkisi sonucunda ivme kazandı. 2007'nin ilk 7 ayında 80'e yakın ikinci kalite ipotek şirketi iflas etti. Büyük kredi derecelendirme kuruluşları, ABD ikinci kalite piyasasında temerrüt riskini değerlendirirken kullandıkları yöntemleri gözden geçirmeleri için baskı altında kaldılar.[59] Bu baskıya boyun eğmeleri, ABD'deki ve diğer ülkelerdeki bankacılık şirketlerini etkiledi. 20 Haziran 2007'de Bear Stearns, yatırımcıları adına işlettiği iki adet ikinci kalite fonu kapatmak zorunda kaldı.[60] 6 hafta sonra American Home Mortgage kapılarını kapattı.[61] Bu arada, son dönemde Amerikan ipotek kredilerinin yaklaşık altıda birini piyasaya süren Countrywide Financial gözle görülür bir şekilde krize doğru sürüklendi.[62]

Ağustos ayında, aralarında bazı Amerikan ikinci kalite kredilerinin de yeraldığı 17,5 milyar dolarlık teminata bağlanmış borç yükümlülüklerini kapsayan bir kıyı aşırı araç olan Rhineland Funding'i finanse etmek için para piyasalarından kaynak bulması artık imkânsız hâle gelen IKB, Deutsche Bank ve diğer bankalar tarafından kurtarıldı.[63] Goldman Sachs gibi bazı büyük bankalar, bilançolarındaki ikinci kalite borç pozisyonları azaltmalarına rağmen, ikinci kalite ipoteklerle desteklenen menkul kıymetleri paketleyip satmaya devam ederek krizi daha da körüklediler.[64] Eylül ayına gelindiğinde, küresel bankaların 2006'da paketleyip sattıkları ikinci kalite menkul kıymetlerin %16-24'ü kadarının geri ödemeleri en az 60 gün süreyle gecikmişti –sadece bu menkul kıymetlerde 60 gün gecikmiş kredilerin toplamı 73,7 milyar dolardı.

59 Pittman (2007).

60 Kelly, Ng ve Reilly (2007).

61 Dash (2007).

62 Hagerty ve Richardson (2007).

63 *The Economist* (2007c).

64 Anderson ve Bajaj (2007). Goldman'ın düzenlediği yeni ikinci kalite krediler 2007'nin ilk 9 ayında 6 milyar dolar kadardı. Aralık ayına gelindiğinde, bu kredilerin %15'inin geri ödemeleri 60 günden fazla süreyle gecikmişti.

2008'de durum giderek kötüleşti. Çok sayıda ev haczedildi. Bu evlerin birçoğu, eskiden ırka dayalı dışlamaya maruz kalan kesimlere pazarlanmış ve tarihsel olarak ipotek piyasasının kırmızı çizgi uygulamasına tabi olan bölgelerde (veya yakınlarında) inşa edilmişti. Dolayısıyla, balonun oluşması sırasında ikinci kalite kredi verilmesi şehrin merkezinde yoksulların oturduğu mahallelerin ötesine yayıldığında bile, şehirde toprak kullanımında karşılaşılan ırka dayalı ayrım çizgileri değişmeden kalmıştı. Bu nedenle kriz, azınlık mensubu ve düşük gelirli kesimlerin yaşadıkları mahallelerde çok daha büyük bir etki yaptı;[65] ikinci kalite kredi veren kurumların başlıca hedefi olan azınlık hanehalkları, aynı zamanda haciz döngülerinin feci kayıplara neden olacağı mahallelerde yaşayan kesimleri de oluşturuyordu.[66]

Üstelik, ikinci kalite kâğıtlar ve YYA'lar için kısa vadeli kredi kanalları da kurumuştu. Sonuçta, gerek ABD'deki gerekse diğer ülkelerdeki küresel bankalar, ikinci kalite kâğıtları yeniden bilançolarına dahil edip on milyarlarca dolarlık zararlar açıklamak mecburiyetinde kaldılar. Bu bankalar, kredi arzının aşırı daraldığı bir ortamda sermaye enjeksiyonu arayışı içine girmek zorundaydılar.

8. SONUÇ

2007'de ABD konut balonunun sona ermesi, zamanında ödenmeyen ipoteklerde hızlı bir artışa yol açınca küresel bankacılık ve kredi piyasalarında çöküş başladı. Bu ipotekler, dünyanın dört bir yanında menkul kıymetleştirilmiş biçimde portföylerde tutuluyordu. Dolayısıyla, finansal beslenme zincirinin tabanında baş gösteren ödeme güçlükleri, yüzeyde sismik finans piyasası patlamalarına yol açtı.

O hâlde, gelişimi halen devam eden ikinci kalite ipotek kredileri krizinin kökenlerinden birinin, bankaların, neoliberal dönemin başlangıcında karşı karşıya kaldıkları makro ve mikro sıkıntılar nedeniyle gelir yaratma stratejilerini dönüştürmeleri olduğunu söyleyebiliriz. Bu dönüşüm, kredi verme sürecinin risk alma sürecinden ayrılmasını, yani riskin yaratılmasının üstlenilmesinden ayrılmasını içeriyordu. Finansal aracılığın getirdiği genel riskleri görünüşte azaltan bu stratejik uyarlamaların muazzam bir tali etkisi oldu: Artık bankalar, kredi vermeden elde edecekleri potansiyel kârları, kredi vermenin doğurduğu temerrüt ve likidite riskleriyle dengelemek zorunda değillerdi. Finans temelli genişlemeyi frenleyen temel etken bertaraf edilmişti.

Bankaların stratejik tutum değişikliği, Amerikan kredi piyasasındaki ırka dayalı ve toplumsal dışlama ortamını da dönüştürdü. Finansal dışlama ve kredi reddi senaryosu, finansal müsadere ve kredi verme senaryosu hâline geldi. Önceden ipotek kredisinden yararlanamayan hanehalklarına artık yüksek maliyetli, yüksek riskli krediler veriliyordu. Piyasaların kurumsal kapasitesi arttıkça, yüksek hizmet ücretleri karşılığında yüksek riskli ve yüksek maliyetli kredilerin sağlanmasında bankaların yanı sıra, banka dışı kredi kurumları da rol oynamaya başladılar. Toplumsal olarak dışlanmış topluluklara kötü niyetli krediler verilmesiyle başlayan pratikler, genelleştirilip konut piyasasının daha geniş bir kısmına da uygulanınca hem ABD konut fiyatlarının sürdürülemez şekilde hızla yükselmesinin hem de finans piyasası likiditesinin sınırlarını sürdürülemez bir şekilde esnetmenin koşulları yaratılmış oldu.

Krizin üçüncü kökeni, Amerikan işçi sınıfı ücretlerindeki uzun süreli düşüştür. İşçi ücretleriyle insanca bir yaşam sürdürme olasılığı giderek azalırken, Amerikan işçilerinin "Amerikan rüyası"na katılma arzusu konut sahipliğini de içermeye başladı. Ancak, konut fiyatları ile gelirler arasındaki uçurum 20 yıldır genişliyordu (Şekil 4). 1980'lerle ilgili yaptığımız analiz, ABD ortanca hanehalkı gelirinin, krizin ardından 1980'lerde yükseldiğini

65 Kaliforniya Yeniden Yatırım Komitesi ve diğerleri (2008).

66 Konut ve İktisadi Haklar Savunucuları ve Kaliforniya Yeniden Yatırım Koalisyonu (2007).

göstermişti. Ancak, ikinci kalite kredilerin zirveye ulaşmasından sonraki dönemi analiz ettiğimizde, konut fiyatlarının düşmesine karşın ABD ortanca gelir düzeyinin değişmediğini görmüştük (Tablo 1).

Tablo 1. ABD'de Ortanca Reel Hanehalkı Geliri ve Reel Konut Fiyatı Değişiklikleri, 1974-2007 (%)

	Ortanca Reel Hanehalkı Geliri	Reel Konut Fiyatı (Yeni ve Mevcut)	Konut Fiyatı/Gelir Oranı
1974-79	0,84	3,55	2,71
1980-82	-2,02	-1,81	0,22
1983-84	2,28	0,25	-1,96
1985-90	1,75	2,15	0,39
1991-94	-0,19	0,93	1,15
1995-99	3,08	2,77	-0,30
2000-05	-0,21	4,97	5,20
2006-07	0,04	-3,05	-3,09

Kaynak: Ticaret Bakanlığı, İktisadi Analiz Bürosu.

Bu, konut sahibi olmayı bir yandan daha maliyetli yaparken, öte yandan da daha arzulanır bir şey hâline getirdi. Çünkü konutların piyasa değerleri, ikinci kalite borçlanma oranlarından bile daha hızlı artıyor gibi gözüküyordu. Aslında, işçiler açısından bakıldığında konut sahibi olmak, Amerikan ekonomisinin sanayi ötesi çağda bağımlı hâle geldiği spekülatif kazançlara iştirak etmenin bir aracı olmuştu. Ne gariptir ki, konut fiyatları ile gelir düzeyi arasındaki uçurumun büyümesi, (çift maaşlı, hatta üç maaşlı hanehalklarının yaygınlaşması, toplu konut üretimi tekniklerinin mükemmelleştirilmesi ve şantiyelerde sendikalı olmayan emeğin kullanılması gibi) işçilerin zayıf sınıfsal konumunu hem temsil eden hem de kötüleştiren uyarlamalar aracılığıyla kısmen

hafifletilmişti: İşçi sınıfı aileleri iş yerlerinden ve şehir merkezlerinden giderek uzaklaşan, "bütçelerine uygun" evlere taşınabiliyorlardı.

İkinci kalite krizinin bu makalede vurguladığımız dördüncü yapısal kökeni, ABD'ye özgü makro-iktisadi bağlamdır. 1980'lerin karmakarışık ilk yıllarının ardından, ABD'nin cari işlemler açığı ve küresel "güvenli liman" olma konumu, menkul kıymetleştirme makinesi için hazır likidite yaratmıştı. Son tahlilde ABD'nin parasal hegemonyasının yarattığı benzersiz koşullara dayanan bu durum, yine son tahlilde sürdürülebilir değildi.[67] Burada bir başka ironiyle karşılaşıyoruz. Kısmen likiditenin bol olmasından kaynaklanan ikinci kalite kredi verme ve yüksek riskli menkul kıymetleştirme faaliyetleri, tam da Federal Rezerv'in likiditeyi sınırlama çabası içine girdiği bir dönemde (Haziran 2004-Temmuz 2006 arasında) en yüksek noktasına ulaşmıştı. ABD sermaye hesabında girişlerin devam etmesi Fed'in çabalarını boşa çıkarmıştı; ABD'nin cari işlemler açığıyla bağlantılı olan bu sermaye girişleri, merkez bankasının denetimi dışındaymış gibi gözüküyordu. Yabancı servet sahipleri, ikinci kalite ipotek kredileri krizinin kendini hissettirmeye başlamasının ardından dolar cinsinden varlıklara karşı temkinli yaklaşmaya başlayınca, Federal Rezerv de benzer şekilde hasarı sınırlı tutma gücünün sınırlandığını fark etti.

Özetle, ikinci kalite ipotek kredileri krizi, Amerika'nın ırka dayalı ayrımcılık ve toplumsal eşitsizlik mirası, benzersiz ve nihayetinde son derece kırılgan olan küresel konumu ile aşırı rekabetçi, dünyayı etkisi altına alan finans sektörü arasındaki sapkın etkileşimden kaynaklanıyor. Daha kışkırtıcı bir şekilde ifade edecek olursak, Amerika'nın ırkçıları, ikinci kalite ipotek kredileri kriziyle yaptıklarının cezasını çektiler.

Bu krizin ırksal kökenleri, krize hangi politikalarla cevap verileceği konusunda yapılan kapsamlı ve canlı tartışmalarda da dik-

67 Dymski (2008).

kati çekiyor. *New York Times*'ın köşe yazarları Bob Hernert (2007) ve Paul Krugman (2007), ikinci kalite ipotek kredileri krizinin gerisinde ırka dayalı dışlamanın bulunduğunu ileri sürdüler. Bazı uzmanlarsa, daha önce de bahsettiğimiz üzere, bankaların kırmızı çizgi çekme uygulamalarına tepki olarak yasalaştırılan Topluluk Yeniden Yatırım Yasası'nın bankaları spekülatif kredi verme faaliyetlerine zorladığını savunarak, bu argümanı baş aşağı çevirdiler.[68] Bu makalede yapılan analiz, bahsettiğimiz bu ikinci mantık silsilesinin tarihin seyrini nasıl da alabildiğine çarpıttığını görmemizi sağlıyor. Yeni finansal müsadere araçlarının doğmasına yol açan şey, bankaların (mücadele edilse de) geçmişten miras aldıkları herkese kredi piyasalarına eşit ölçüde erişim olanağı sağlamama tutumlarını sürdürmeleridir; bu araçların genelleştirilip aşırı rağbet gören konut piyasasına aktarılması, bankacılık sistemini ve ABD ekonomisini dibi gözükmeyen bir uçurumun eşiğine getirmiştir.

68 Örneğin bkz. Calomiris (2008) ve Liebowitz (2008).

KAYNAKLAR

Ammons, Lila. (1996) "The Evolution of Black-Owned Banks in the United States, 1880s to 1990s", *Journal of Black Studies* 26 (4), s. 467-89.

Anderson, Jenny ve Vikas Bajaj. (2007) "Wary of Risk, Bankers Sold Shaky Debt", *New York Times*, 6 Aralık.

Bair, Sheila. (2005) *Low-Cost Payday Loans: Obstacles and Opportunities*. Isenberg İşletme Okulu, Massachusetts Üniversitesi, Amherst, Haziran.

Baron, Harold. (1985) "Racism Transformed: The Implications of the 1960s", *Review of Radical Political Economics* 17 (3), s. 10-33.

Benston, George. (1981) "Mortgage Redlining Research: A Review and Critical Analysis", *Journal of Bank Research* 12, s. 8-23.

Berman, Dennis K., Carrick Mollenkamp ve Valerie Bauerlein. (2006) "Wachovia strikes $26 billion deal for Golden West", *Wall Street Journal*, 8 Mayıs.

Bowles, Samuel L. (1982) "The Post-Keynesian Capital-Labor Stalemate", *Socialist Review* 65, s. 44-72.

Bowles, Samuel L. ve Herbert Gintis. (1982) "The Crisis of Liberal Democratic Capitalism: The Case of the United States", *Politics and Society* 11, s. 51-93.

Brewer III, Elijah ve Thomas H. Mondschaen. (1992) "The Impact of S&L Failures and Regulatory Changes on the CD Market, 1987-1991", Çalışma Metni Dizisi WP-92-93, Federal Reserve Bank of Chicago, Aralık.

Brooks, Rick ve Ruth Simon. (2007) "As Housing Boomed, Industry Pushed Loans to a Broader Market", *Wall Street Journal*, 3 Aralık.

Business Week. (2002) "The besieged banker: Bill Harrison must prove J.P. Morgan Chase wasn't a star-crossed merger" (kapak konusu), 22 Nisan.

California Reinvestment Coalition. (2001) *Inequities in California's Subprime Mortgage Market*. San Francisco: California Research Coalition.

California Reinvestment Coalition, Community Reinvestment Association of North Carolina, Empire Justice Center, Massachusetts Affordable Housing Alliance, Neighborhood Economic Development Advocacy Project, Ohio Fair Lending Coalition ve Woodstock Institute. (2008) "Paying More for the American Dream: The Subprime Shakeout and Its Impact on Lower-Income and Minority Communities", 2008.

Calomiris, Charles W. (2008) "The Subprime Turmoil: What's Old, What's New, and What's Next", 1 Ekim, çalışma metni, American Enterprise Institute.

Calomiris, Charles W., Charles M. Kahn ve Stanley D. Longhofer. (1994) "Housing-Finance Intervention and Private Incentives: Helping Minorities and the Poor", *Journal of Money, Credit and Banking* 26 (3, 2. Kısım), s. 634-74.

Canner, Glenn B., Wayne Passmore ve Elizabeth Laderman. (1999) "The Role of Specialized Lenders in Extending Mortgages to Lower-Income and Minority Homebuyers", *Federal Reserve Bulletin* (Kasım), s. 709-723.

Dash, Eric. (2007) "American Home Mortgage says it will close", *New York Times*, 3 Ağustos.

Downey, Kirstin. (2006) "Mortgage Lender Settles Lawsuit: Ameriquest Will Pay $325 Million", *Washington Post*, 24 Ocak.

Dymski, Gary A. (1992) "Towards a New Model of Exploitation: The Case of Racial Domination", *International Journal of Social Economics* 19 (7/8/9), s. 292-313.

Dymski, Gary A. (1996a) "Exploitation and Racial Inequality: The US Case", *Research in Political Economy* 15, s. 111-138.

Dymski, Gary A. (1996b) "Economic Polarization and US Policy Activism", *International Review of Applied Economics* 10 (1), s. 65-84.

Dymski, Gary A. (2002) "U.S. Housing as Capital Accumulation: The Contradictory Transformation of American Housing Finance, Households and Communities", Gary Dymski and Dorene Isenberg (der.) *Housing Finance Futures: Housing Policies, Gender Inequality and Financial Globalization on the Pacific Rim* içinde. Armonk, NY: M.E. Sharpe.

Dymski, Gary A. (2006) "Discrimination in the Credit and Housing Markets: Findings and Challenges", William Rodgers (der.) *Handbook on the Economics of Discrimination* içinde. Cheltenham, UK: Edward Elgar, s. 215-259.

Dymski, Gary A. (2008) "Financial Risk and Governance in the Neoliberal Era", California Üniversitesi Center Sacramento, mimograf.

Dymski, Gary A. ve Dorene Isenberg. (1998) "Housing Finance in the Age of Globalization: From Social Housing to Life-Cycle Risk", Dean Baker, Gerald Epstein ve Robert Pollin (der.) *Globalization and Progressive Economic Policy* içinde. Cambridge University Press, s. 219-239.

Dymski, Gary A. ve John M. Veitch. (1996) "Financial Transformation and the Metropolis: Booms, Busts and Banking in Los Angeles", *Environment and Planning A* 28 (7), s. 1233-1260.

Dymski, Gary A., John M. Veitch ve Michelle White. (1991) "Taking it to the Bank: Race, Poverty, and Credit in Los Angeles" (ABD Senatosu, Bankacılık, Konut ve Şehir Sorunları Komitesi ile birlikte). Report on the Status of the Community Reinvestment Act: Views and Recommendations, II. cilt, Eylül. Washington, DC: US Government Printing Office.

The Economist. (2007a) "Fannie and Freddie ride again", 5 Temmuz.

The Economist. (2007b) "At the risky end of finance", 21 Ağustos, s. 80-82.

The Economist. (2007c) "Sold down the river Rhine", 11 Ağustos, s. 66.

Fisher, Irving. (1933) "The Debt-Deflation Theory of Great Depressions", *Econometrica* 1 (1), s. 337-57.

General Accounting Office. (2002) *Electronic Transfers: Use by Federal Payment Recipients has Increased but Obstacles to Greater Participation Remain*, Report to the Subcommittee on Oversight and Investigations, Committee on Financial Services, U.S. House of Representatives. Rapor Numarası GAO-02-913. Washington, DC: General Accounting Office, Eylül.

Gittelsohn, John. (2007) "How Subprime Lending All Started in O.C.", *Orange County Register*, 30 Aralık.

Glyn Andrew, Alan Hughes, Alain Lipietz ve Ajit Singh. (1988) "The Rise and Fall of the Golden Age", No. 884, Cambridge İktisat Çalışma Metinleri, Cambridge Üniversitesi.

Goldstein, Steve. (2007) "HSBC Restructures Two SIVs", *Wall Street Journal*, 26 Kasım.

Gosselin, Peter. (2004) "The Poor Have More Things Today - Including Wild Income Swings", *Los Angeles Times*, 12 Aralık.

Hagerty, James R. ve Karen Richardson. (2007) "Countrywide shows even prime loans are beginning to sour", *Wall Street Journal*, 25 Temmuz.

Henriques, Diana B. ve Lowell Bergman. (2000) "Profiting From Fine Print With Wall Street's Help", *Wall Street Journal*, 15 Mart.

Herbert, Bob. (2007) "A Swarm of Swindlers", *New York Times*, 20 Kasım.

Holmes, Andrew ve Paul Horvitz. (1994) "Mortgage Redlining: Race, Risk, and Demand", *Journal of Finance* 49 (1), s. 81-99.

Housing and Economic Rights Advocates and California Reinvestment Coalition. (2007) "Foreclosed: The Burden of Homeownership Loss on City of Oakland and Alameda County Residents", Aralık.

Katkov, Neil. (2002) *ATMs: Self-Service for the Unbanked*. Tokyo: Celent Communications.

Kelly, Kate, Serena Ng ve David Reilly. (2007) "Two Big Funds At Bear Stearns Face Shutdown As Rescue Plan Falters Amid Subprime Woes, Merrill Asserts Claims", *Wall Street Journal*, 20 Haziran.

Krinsman, Allan N. (2007) "Subprime Mortgage Meltdown: How did it Happen and How will it End?", *Journal of Structured Finance* 13 (2).

Krugman, Paul. (2007) "Henry Paulson's Priorities", *New York Times*, 10 Aralık.

Lapavitsas, Costas. (2009) "Financialised Capitalism: Crisis and Expropriation", bu kitapta.

Leamer, Edward. (2007) "Housing is the Business Cycle", NBER Çalışma Metni 13428, Cambridge: National Bureau of Economic Research.

Liebowitz, Stan J. (2008) "Anatomy of a Train Wreck: Causes of the Mortgage Meltdown", Independent Policy Report. Oakland, CA: The Independent Institute, 3 Ekim.

McCoy, Patricia ve Elvin Wyly. (2004) Special Issue on Market Failures and Predatory Lending, *Housing Policy Debate* 15 (3).

Meltzer, Allen. (2007) "Let 'Em Fail", *Wall Street Journal*, 21 Temmuz.

Mollenkamp, Carrick, Deborah Solomon, Robin Sidel ve Valerie Bauerlein. (2007) "How London Created a Snarl in Global Markets", *Wall Street Journal*, 18 Ekim.

Oppel, Jr., Richard A. ve Patrick McGeehan. (2000) "Citigroup announces changes to guard against abusive loan practices", *New York Times*, 8 Kasım.

Orozco, Manuel. (2004) *The Remittance Marketplace: Prices, Policy and Financial Institutions*. Washington, DC: Pew Hispanic Center, Haziran.

Petruno, Tom. (2007) "Loan fix requires investors to yield", *Los Angeles Times*, 8 Aralık.

Pittman, Mark. (2007) "Moody's, S&P Understate Subprime Risk, Study Says (Update2)", *Bloomberg News Service*, 3 Mayıs.

Reinhart, Carmen M. ve Kenneth S. Rogoff. (2008) "Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", çalışma metni, İktisat Bölümü, Maryland Üniversitesi, College Park, 5 Şubat.

Sapsford, Jathon, Laurie Cohen, Monica Langley ve Robin Sidel. (2001) "J.P. Morgan Chase to buy Bank One", *Wall Street Journal*, 14 Ocak.

Shiller, Robert J. (2008) *The Subprime Solution*. Princeton: Princeton University Press.

Siconolfi, Michael. (2007) "Did Authorities Miss a Chance To Ease Crunch?", *Wall Street Journal*, 10 Aralık.

Sinkey, Jr., Joseph F. (1981) *Problem and Failed Institutions in the Commercial Banking Industry*. Greenwich, Connecticut: JAI Press, Inc.

Squires, Gregory D. (der.) (1993) *From Redlining to Reinvestment*. Philadelphia: Temple University Press.

Staten, Michael E. ve Anthony M. Yezer. (2004) "Introduction to the Special Issue", "Special Issue: 'Subprime Lending: Empirical Studies", *Journal of Real Estate Finance and Economics* 29 (4), s. 359-63.

Tully, Shawn. (2007) "Wall Street's money machine breaks down: The subprime mortgage crisis keeps getting worse-and claiming more victims", Fortune özel raporu. *Fortune*, 12 Kasım.

Wray, L. Randall. (2007) "Lessons from the Subprime Meltdown", Çalışma Metni No. 522, Levy Economics Institute of Bard College, Aralık.

GÜNÜMÜZ KAPİTALİZMİNDE BANKACILIĞIN İÇERİĞİ ÜZERİNE[1]

Paulo L. dos Santos

1. GİRİŞ

Çeşitli tarihsel ölçülere göre yaşadığımız finansal krizin bir benzeri daha yoktur. Krizin kökenleri ne sınai bir krizde, ne de hisse senedi piyasası çöküşündedir. Krizi, ABD'de yaşayan, ağırlıklı olarak siyahi, Latin kökenli ve işçi sınıfına mensup beyaz kesimlerden oluşan ailelerin aldıkları ipotek kredilerini geri ödeyememeleri gibi basit bir olgu başlatmıştır. Bear Sterns'in ve Lehman Brothers'ın çökmesine, bütün finans sisteminin felaketin eşiğine gelmesine ve Citibank, UBS gibi bankacılık devlerinin zarar etmeye devam etmelerine yol açan bu gelişme, geçtiğimiz 25 yıl içerisinde gerek bankacılık uygulamalarında, gerekse bankacılığın sınıfsal-toplumsal içeriğinde meydana gelen temel değişikliklerin ne kadar büyük bir önem taşıdığını göstermektedir.

Yoğun bir şekilde bireylere verilen kredilere ve sıradan ücretlilerden doğrudan doğruya kazanç sızdırılmasına bağımlı hâle

1 İstanbul Kadir Has Üniversitesi'nde düzenlenen Uluslararası Ekonomi Politik Atölye Çalışması katılımcılarına ve bu yılın başında SOAS'ta düzenlenen Finansallaşmanın Krizi Konferansı katılımcılarına teşekkür etmek istiyorum. Bu makalenin taslak hâliyle ilgili ayrıntılı ve öngörülü yorumları için profesör Makoto Itoh'a özellikle teşekkür borçluyum. Geriye kalan tüm hatalar ve tek yanlılıklar elbette şahsıma aittir. Makalenin son hâli Şubat 2009'da hazırlanmıştır.